



**“VALORIZACIÓN DE UNIÓN DE CERVECERÍAS PERUANAS  
BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.”**

**Trabajo de Investigación presentado  
para optar al Grado Académico de  
Magíster en Finanzas**

**Presentado por**

**Sr. Carlos Enrique Alvarado Bartens**

**Sr. Jorge Luis Alvarado Romero**

**Sr. Oscar Raúl Pinedo Meza**

**Asesor: Profesor Jorge Eduardo Lladó Marquez**

**[0000-0003-0676-2666](tel:0000-0003-0676-2666)**

**Lima, Enero de 2019**

Dedicada a mis padres Carlos e Isabel por la sólida formación que me dieron y por su apoyo incondicional. A Joyce, Mauricio, Ignacio y Patricia por ser el estímulo para alcanzar mis metas  
Carlos Enrique Alvarado Bartens

Dedicada a mis padres María y Fidel; y a mis hermanos Samuel, Mariela y José por sus ánimos y el apoyo de siempre.  
Jorge Luis Alvarado Romero

Dedicada a mi amada hija Allie y a mi madre Zoila Rosa por su comprensión y apoyo en todo momento.  
Oscar Raúl Pinedo Meza

Agradecemos a nuestras familias, docentes y  
compañeros por su contribución a lo largo de  
todo el programa de maestría.

## **Resumen ejecutivo**

El presente trabajo de investigación expone información relevante al mercado e inversionistas acerca de la estimación del valor fundamental de una de las compañías más tradicionales y representativas de la economía peruana: Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A, en adelante Backus.

Con información al 31 de diciembre de 2017, esta tesis constituye una de las primeras valorizaciones formales de Backus realizada de forma posterior a su incorporación al grupo cervecero transnacional AB InBev. En ese sentido, el modelamiento de las variables y escenarios contemplados intenta recoger los principales elementos de estrategia y de gestión provenientes de la nueva casa matriz.

El valor obtenido asciende a S/ 24.239 millones en un escenario base, sustentado en un crecimiento de ingresos vinculado a las expectativas sobre la evolución de la demanda interna y del consumo privado y, además, guardando consistencia con el grado de madurez de la compañía que ya cuenta con casi el 99 % de participación de mercado en el país.

En cuanto a la operatividad, se asume una mejora en la gestión de la eficiencia financiera, derivada de la aplicación de las políticas de optimización de costos y gastos del grupo sobre la base del aprovechamiento de economías de escala, a la implementación de eficaces modelos de compras corporativas y servicios compartidos, así como a la puesta en marcha de exigentes planes para el sostenimiento de los márgenes de rentabilidad, signo distintivo de la corporación AB InBev.

A partir de la evaluación integral realizada, la recomendación es mantener una posición larga en acciones de Backus, ya que se prevé que las fortalezas y el buen desempeño actual de la compañía se vean potenciadas con la implementación de las mejores prácticas regionales y globales en la industria cervecera; tanto en gestión y producción, así como en el manejo de marcas.

Finalmente, es importante considerar que los resultados obtenidos podrían verse afectados por ciertos riesgos, los de mayor sensibilidad son la posible materialización de leyes antimonopolio y los cambios en la política tributaria como el incremento del impuesto selectivo al consumo (ISC).

## Índice de contenidos

<b>Índice de tablas.....</b>	<b>viii</b>
<b>Índice de gráficos .....</b>	<b>ix</b>
<b>Índice de anexos .....</b>	<b>x</b>
<b>Capítulo I. Introducción .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo II. Descripción del negocio.....</b>	<b>2</b>
1. Información general del mercado mundial de cerveza.....	2
1.1. Producción y volumen de ventas.....	2
1.2. Consumo per cápita.....	2
1.3. Principales participantes.....	2
2. El mercado peruano de la cerveza.....	3
2.1. Volúmenes de producción y consumo – Perú .....	3
2.2. Consumo per cápita – Perú .....	3
2.3. Ventas y precios – Perú.....	3
3. Descripción y líneas de negocio.....	4
4. Proceso productivo y capacidad de planta .....	5
5. Tipo de clientes .....	6
6. Áreas geográficas .....	6
7. Empresas relacionadas y accionistas.....	8
8. La acción de Backus en la BVL.....	9
9. Ciclo de vida y madurez de la compañía .....	10
10. Responsabilidad Social Empresarial .....	11
11. Gobierno corporativo .....	12
<b>Capítulo III. Análisis del macroentorno, industria y estrategia .....</b>	<b>13</b>
1. Análisis Pestel .....	13
2. Análisis de Porter .....	13

3. Análisis de la cadena de valor .....	14
4. Posición competitiva .....	15
5. Propuesta de valor, ventajas competitivas, y estrategias .....	15
6. Análisis FODA.....	16
 <b>Capítulo IV. Análisis financiero.....</b>	<b>17</b>
1. Ingresos .....	17
2. Costo de ventas .....	17
3. Gastos de venta, distribución y administración.....	19
4. Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra (FM).....	19
5. Inversiones (Capex) .....	20
6. Financiamiento.....	21
7. Política de dividendos .....	21
8. Análisis de ratios financieros .....	22
8.1. Liquidez .....	22
8.2. Rentabilidad .....	23
8.2.1. Márgenes de rentabilidad .....	23
8.2.2. Ratios de rentabilidad (ROE y ROA).....	25
8.3. Gestión .....	26
8.4. Solvencia.....	28
9. Análisis Dupont.....	28
 <b>Capítulo V. Riesgos .....</b>	<b>30</b>
1. Análisis de riesgos .....	30
1.1. Riesgos financieros .....	30
1.2. Riesgos no financieros .....	31
 <b>Capítulo VI. Valorización.....</b>	<b>32</b>
1. Método del flujo descontado (DCF) .....	32
2. Supuestos del modelo financiero utilizado para la valorización DCF .....	32

3. Cálculo de la tasa de descuento (WACC) .....	34
4. Cálculo del beta.....	35
5. Valor estimado .....	35
5.1. Otras valorizaciones referenciales.....	36
5.1.1. Informe de valorización de Macroinvest (mar-17) .....	36
5.1.2. Estimaciones empíricas.....	37
6. Análisis de sensibilidad.....	37
6.1. Sensibilidad al crecimiento de los ingresos .....	37
6.2. Sensibilidad a la WACC y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g).....	38
7. Comparación con valorización por múltiplos .....	39
7.1. Análisis comparado de valorizaciones .....	40
 <b>Conclusiones y recomendaciones .....</b>	 <b>41</b>
1. Conclusiones.....	41
2. Recomendaciones.....	42
 <b>Bibliografía .....</b>	 <b>43</b>
<b>Nota biográfica .....</b>	<b>75</b>

## Índice de tablas

Tabla 1.	Evolución de ventas por producto 2014-2017 .....	4
Tabla 2.	Segmentación de bebidas alcohólicas.....	6
Tabla 3.	Evolución de ventas por zona geográfica 2014-2017 .....	7
Tabla 4.	Accionariado de Backus al 31/12/2017 .....	8
Tabla 5.	Gastos de ventas, distribución y administración.....	19
Tabla 6.	NOF .....	20
Tabla 7.	Atracción de la industria respecto del nivel de amenaza de sustitutos .....	20
Tabla 8.	Financiamiento bancario 2017.....	21
Tabla 9.	Evolución del pago de dividendos- Backus .....	22
Tabla 10.	Ciclo de conversión Backus vs. comparables.....	27
Tabla 11.	Ratios de gestión Backus vs. comparables .....	27
Tabla 12.	Análisis Dupont–Histórico .....	29
Tabla 13.	Supuestos para la valorización DCF.....	33
Tabla 14.	Cálculo del WACC de Backus .....	35
Tabla 15.	Flujo de caja y valor patrimonial.....	36
Tabla 16.	Informe de valorización de Macroinvest .....	37
Tabla 17.	Sensibilidad a tasa de crecimiento de los ingresos .....	38
Tabla 18.	Sensibilidad ante WACC y g.....	38
Tabla 19.	Valorización por múltiplos Latam promedio 2013 – 2017.....	39



## Índice de gráficos

Gráfico 1.	Estructura de ventas por zona geográfica al 2017 .....	7
Gráfico 2.	Evolución precio de la acción A de Backus vs IGBVL.....	10
Gráfico 3.	Evolución de ingresos por ventas y otros ingresos.....	17
Gráfico 4.	Evolución del costo de ventas .....	18
Gráfico 5.	Ratio corriente Backus vs. comparables.....	23
Gráfico 6.	Margen bruto Backus vs. comparables.....	24
Gráfico 7.	Margen neto Backus vs. comparables .....	25
Gráfico 8.	Evolución del ROE Backus vs. comparables .....	26
Gráfico 9.	Evolución del ROA Backus vs. comparables.....	26
Gráfico 10.	Ratios de solvencia Backus vs. comparables.....	28
Gráfico 11.	Resumen de valorizaciones comparadas .....	40

## Índice de anexos

Anexo 1.	Producción mundial y por regiones de cerveza .....	47
Anexo 2.	Consumo per cápita y producción mundial por regiones .....	48
Anexo 3.	Principales compañías cerveceras y distribución de producción.....	49
Anexo 4.	Producción de cerveza y consumo en el Perú y Latinoamérica.....	50
Anexo 5.	Crecimiento de las ventas en el mercado peruano.....	52
Anexo 6.	Precio y participación de mercado por marca de cerveza.....	52
Anexo 7.	Principales hitos del desarrollo de Backus .....	53
Anexo 8.	Características y atributos de las principales marcas de Backus .....	54
Anexo 9.	Capacidad de planta y distribuidoras de Backus .....	54
Anexo 10.	Empresas relacionadas, directorio y plana gerencial .....	55
Anexo 11.	Datos bursátiles de acciones tipo A y tipo B de Backus.....	56
Anexo 12.	Cumplimiento de los principios del código de Buen Gobierno Corporativo .....	57
Anexo 13.	Análisis Pestel .....	60
Anexo 14.	Análisis de las fuerzas Porter.....	60
Anexo 15.	Análisis de la cadena de valor .....	61
Anexo 16.	Posición competitiva de Backus por segmentos de clientes .....	62
Anexo 17.	Análisis FODA .....	62
Anexo 18.	Análisis horizontal y vertical.....	63
Anexo 19.	Principales riesgos identificados .....	65
Anexo 20.	Cálculo de la tasa de descuento .....	66
Anexo 21.	Cálculo del beta .....	68
Anexo 22.	Valorización por múltiplos Latam promedio 2013 – 2017.....	70
Anexo 23.	Valorización por DCF .....	70
Anexo 24.	Valorización por DCF .....	72

## **Capítulo I. Introducción**

Backus ha sido la empresa más influyente en la historia de la industria cervecera en el Perú. A lo largo de los años, la compañía ha ido variando su estrategia y adaptándose a los diferentes cambios locales, regionales y globales; a la fecha es el líder indiscutible del mercado peruano concentrando una participación de mercado de casi el 99 %.

Su reciente incorporación como parte del grupo cervecero número uno del mundo implica no solo la continua adopción de las mejores prácticas en gestión, inversión y mejora continua, sino que, además, busca adaptarlas a la realidad de la industria cervecera en el país.

En la actualidad, Backus, a través de sus 6 plantas, 42 centros de distribución y más de 180 mil puntos de venta, brinda una amplia cobertura al mercado peruano. Es propietaria de marcas muy reconocidas como Pilsen Callao, Cristal y Cusqueña.

La compañía cuenta con diferentes reconocimientos como una de las diez empresas más admiradas del Perú por sexto año consecutivo, también es considerada como la segunda mejor empresa para trabajar en el Perú según el estudio Marca Empleadora 2017 (elaborado por Laborum y Apoyo Comunicación). Además, en octubre de 2017 fue premiada por los Stevie Awards con cuatro premios en las categorías de Campaña de relaciones públicas, comunicaciones, Responsabilidad Social Corporativa y Responsabilidad Social Corporativa del Año, esta última por su proyecto Cusqueña Telar.

La empresa tiene tres tipos de acciones en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), acciones de inversión y acciones comunes tipo A y tipo B. Estas acciones son poco líquidas en el mercado, además de que los principales accionistas Racetrack Perú SRL (AB InBev) y Bavaria S.A. concentran casi el 100 % de las acciones con derecho a voto, haciendo que la frecuencia de negociación de las acciones tipo B en la bolsa peruana sea muy baja.

Este trabajo comienza con una descripción de las líneas de negocio de Backus, un análisis del macroentorno, estrategia e industria; luego continúa con un análisis financiero y de riesgos financieros y no financieros, y cierra con la valorización económica de la compañía, realizando un análisis de sensibilidad sobre la base de los supuestos adoptados para las proyecciones.

## **Capítulo II. Descripción del negocio**

### **1. Información general del mercado mundial de cerveza**

#### **1.1. Producción y volumen de ventas**

El mercado mundial de cerveza tiene un alcance en casi todos los medios geográficos del planeta; se caracteriza por ser una industria madura y de gran escala, conformada por grandes corporaciones transnacionales. La competencia en este sector se distingue por el manejo eficiente de costos, así como por la estrategia de segmentación de clientes y posicionamiento de marcas.

Bajo este enfoque y con información disponible al 2015, se observa que la producción global de cerveza alcanzó los 1.925 millones de hectolitros y se incrementa a una tasa anual de crecimiento compuesto (CAGR) de 0,2 %, mientras que el volumen de ventas fue superior a US\$ 600 mil millones crece a un nivel cercano a 2,0 % en los dos últimos años. Cabe precisar que la cerveza es la bebida alcohólica más consumida en el mundo con el 78 % del volumen total de la industria. En el anexo 1 se muestra la evolución de la producción y de las ventas de cerveza a nivel mundial.

#### **1.2. Consumo per cápita**

El líder del consumo per cápita de cerveza a nivel mundial es Norteamérica con 75,6 litros. Latinoamérica presenta una brecha significativa en relación al líder, alcanzando un volumen de consumo de 49,8 litros por año, el mismo que a la vez es muy superior al promedio mundial que asciende a 26,4 litros.

Sobre la distribución del mercado cervecero, la región Asia – Pacífico representa el 35 % seguida por Latinoamérica con el 16 %. En el anexo 2 se muestra en detalle el consumo per cápita por región y la distribución de la producción mundial por regiones.

#### **1.3. Principales participantes**

Las 10 principales compañías fabricantes de cerveza representan el 66 % de la producción mundial, que alcanzó, al 2015, un total de 1.277 millones de hectolitros. Se destaca que más del 50 % de la producción se concentra en 5 países: China, Estados Unidos, Brasil, Alemania y Rusia.

En el anexo 3 se muestra en detalle las 10 principales compañías y la distribución de la producción por país.

## **2. El mercado peruano de la cerveza**

### **2.1. Volúmenes de producción y consumo – Perú**

Hacia el año 2015, la industria cervecera peruana alcanzó un volumen de producción de 14,5 millones de hectolitros, cifra superior en 7,4 % en relación con el promedio de los últimos 4 años (13,5 millones de hl).

Backus representa casi la totalidad del mercado peruano, guardando relación con la alta concentración del mercado de cerveza mundial. Esto es respaldado por estrategias de segmentación de mercado, una amplia cartera de marcas y eficiencia en costos, lo último se refleja principalmente en los altos márgenes EBITDA.

### **2.2. Consumo per cápita – Perú**

El Perú se encuentra en una posición media a nivel mundial, alcanzando un consumo per cápita de 46 litros por año, mientras que a nivel latinoamericano se ubica en la cuarta posición después de Brasil con 64,9 litros, México con 48,9 litros y Colombia con 46,1 litros. En el anexo 4 se presenta la evolución de la producción de cerveza en Perú y la evolución del consumo per cápita, así como el consumo de todos los países latinoamericanos.

### **2.3. Ventas y precios – Perú**

Respecto de las ventas, el mercado de cerveza en el Perú registra un comportamiento ascendente en todos los años llegando en el año 2015 a un volumen de S/ 4,7 MM. La cerveza es la bebida alcohólica de mayor consumo participando con un 95 % del volumen de la industria. En el anexo 5 se muestra el crecimiento de las ventas del mercado peruano.

El precio promedio por hectolitro de cerveza en el Perú se ubica en torno a S/ 323, registrando un crecimiento anual promedio de 1,5 % en los últimos 5 años. Respecto de los precios por litro y marca, Cristal y Pilsen poseen los más bajos del mercado con S/ 7,6; y las cervezas artesanales los más altos con S/ 28,1. En el anexo 6 se presentan los precios por litro de las diversas marcas del mercado peruano.



### 3. Descripción y líneas de negocio

Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. fabrica, embotella, vende y distribuye cervezas, maltas, bebidas no alcohólicas y bebidas carbonatadas. A lo largo del tiempo, Backus se ha mantenido como un precursor de la industria cervecera del Perú. Desde 1955, al convertirse en Cervecería Backus y Johnston S.A., se han ido desarrollando con la clara visión de no ser solo protagonista en la industria, sino de convertirse en el primer grupo cervecero del país. Para conseguirlo, tuvieron que buscar sinergias en la industria, además de apostar por el desarrollo de una cultura de excelencia e innovación para sus productos y marcas. En el anexo 7 se muestran los principales hitos del desarrollo de Backus a lo largo del tiempo.

En el rubro de bebidas alcohólicas, el mayor generador de ingresos de la compañía, las principales marcas de cerveza son Pilsen Callao, Cristal, Cusqueña, Pilsen Trujillo y Arequipeña. Las dos primeras son las que cuentan con mayor arraigo popular, debido a su gran tradición presente en los hogares peruanos desde los años 1863 y 1922, respectivamente. En el anexo 8 se muestran las principales características y atributos valorados por los clientes de las marcas de Backus.

La tabla 1 muestra la evolución de las ventas por productos y marcas más representativas, así como la estructura porcentual de los ingresos. De dicha información se desprende que la cerveza Cristal mantiene el liderazgo absoluto con ventas totales alrededor de S/ 1.900 MM y una participación por encima del 38 %, considerando toda la gama de productos.

**Tabla 1. Evolución de ventas por producto 2014-2017**

Segmento	Marca	Ventas en millones de soles				Variación %		
		2014	2015	2016	2017	14-15	15-16	16-17
Core	Cristal	1.698	1.649	1.747	1.897	-2,9 %	5,9 %	8,6 %
	Pilsen Callao	1.045	1.344	1.343	1.441	28,6 %	-0,1 %	7,3 %
Premium	Cusqueña	264	278	369	368	5,0 %	32,9 %	-0,2 %
Regionales	Pilsen Trujillo	365	335	313	326	-8,2 %	-6,8 %	4,3 %
	Arequipeña	157	159	157	158	1,1 %	-1,2 %	0,3 %
	San Juan	83	96	103	112	16,3 %	7,0 %	8,7 %
No Alcohólicas	Guaraná Backus	163	161	147	171	-1,1 %	-8,9 %	16,5 %
Otros	Super Premium	342	368	386	486	7,6 %	4,7 %	25,9 %
TOTAL		4.119	4.391	4.564	4.959	6,6 %	3,9 %	8,7 %

Fuente: Estados financieros auditados consolidados. Elaboración propia

En términos de crecimiento, son las marcas Cusqueña, Pilsen y las categorías Premium y Super Premium las que han experimentado una mayor expansión superior al 12 % en promedio en cada

caso, en contraste con el crecimiento de la cerveza bandera (Cristal) de solo 3,9 % en promedio. Estos resultados ratifican la apuesta de la compañía por impulsar sus productos más selectos, los cuales contribuyen con el 10 % de los ingresos totales de la compañía aproximadamente.

#### **4. Proceso productivo y capacidad de planta**

El proceso de producción de las cervezas de Backus considera la utilización de materias primas de origen vegetal de la más alta calidad como la cebada, el lúpulo, el trigo y la malta, según corresponda, conforme a los siguientes procesos:

- **Conocimiento:** Dura aproximadamente ocho horas y consiste en mezclar la malta, el lúpulo y el agua.
- **Fermentación:** Aquí ocurre la maduración de la cerveza, o segunda fermentación, y consiste en añadir levadura para saturar la mezcla de CO<sub>2</sub>.
- **Filtración:** Consiste, principalmente, en realizar el colado o separación de partículas sobrantes como levadura, entre otros.
- **Envasado:** Es el último paso previo a entregar el producto terminado. Se procede con el llenado de botellas con el líquido y su posterior enchapado.

Backus cuenta con seis plantas de producción de bebidas alcohólicas y no alcohólicas ubicadas en Lima (Ate), Arequipa, Cusco, Motupe, Pucallpa y San Mateo (Huarochirí), esta última solo de agua mineral. Además, posee una planta de producción de malta y procesamiento de maíz. Todas las plantas se encuentran certificadas según las normas ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 1800.

Al cierre del año 2016, Backus informa, en su memoria anual, que en promedio sus plantas operan al 79 % de su capacidad instalada. En el anexo 9 se muestra detalladamente la capacidad de cada planta, concluyendo que, luego de la ampliación de la planta San Juan en el año 2015, Backus cuenta con una capacidad de producción total de 14,98 millones de hl y una capacidad de producción disponible de 3.15 millones de hl.

Asimismo, Backus cuenta con 42 distribuidoras, que le permiten ubicarse en más de 180 mil puntos de venta a nivel nacional. Existen 2 tipos de centros de distribución; 5 denominados húmedos que están ubicados dentro de una planta de Backus y 36 denominados secos, ubicados fuera de las plantas de Backus, de las cuales 16 se encuentran en la región Lima - Centro, seguidas de la región norte con 7, región sur con 5 y, finalmente, la región este con 8.





## 5. Tipo de clientes

El negocio *core* de la compañía se centra en la comercialización de bebidas alcohólicas, representando el 92 % de los ingresos totales. Dentro de este nicho, Backus segmenta su estrategia de negocios a través de una oferta de valor diferenciada por marcas. Así, busca atender los diferentes gustos y preferencias de la población objetivo, de acuerdo con sus categorías de segmentación tales como el poder adquisitivo, la edad o la región geográfica.

La tabla 2 muestra la estrategia de segmentos que aplica la empresa, las descripciones generales de cada nicho, así como los productos diseñados para cada caso.

**Tabla 2. Segmentación de bebidas alcohólicas**

Segmento de mercado	Características
Segmento Premium (Cusqueña, Stella Artois, Corona, Budweiser)	Nicho de mercado que valora los atributos de calidad antes que el precio. El disfrute para momentos especiales y calidad de insumos
Segmento Medio-Alto (Pilsen Callao)	Combina la tradición de ocasiones especiales, basándose en el eje de la amistad
Segmento Medio-Bajo (Cristal)	Oferta de valor centrada en las celebraciones y la diversión. Asociada a la juventud. Equilibrio precio calidad
Segmentación regional (Pilsen Trujillo, Arequipeña y San Juan)	Realza los atributos de pertenencia regional de los consumidores a nivel de todo el Perú

Fuente: Backus. Elaboración propia

Backus también incorpora, dentro de su portafolio de productos, las bebidas gaseosas y aguas, que en conjunto representan aproximadamente el 8 % de sus ventas, considerando dos segmentos; Premium con las marcas San Mateo y agua tónica Backus y jóvenes con las marcas Guaraná y Maltin Power.

## 6. Áreas geográficas

En cuanto a las zonas de influencia relevantes, la región central del país lidera la venta de productos de la compañía alcanzando la suma de S/ 2.287 MM en el 2017, que representa el 46 % del total. La región norte es la segunda en importancia con S/ 1.127 MM, representando el 23 %, seguida de la zona sur con S/ 819 MM (16 %) y de la zona oriente S/ 697 MM (14 %). Las exportaciones aún representan una cuota incipiente dentro del portafolio con una participación de 1 %, siendo sus marcas más representativas las cervezas Cusqueña y Cristal, que se destinan a

mercados como Estados Unidos, España, Japón, Inglaterra y, en Latinoamérica, hacia Chile y Argentina. Cabe resaltar que existe una directa asociación entre los países de destino antes mencionados y la afluencia de colonias de peruanos residentes.

**Gráfico 1. Estructura de ventas por zona geográfica al 2017**



Fuente: Estados financieros auditados consolidados. Elaboración propia

En cuanto a la evolución de la participación relativa por zonas, se observa que, dentro del mercado local, la región centro registra la mayor tasa de crecimiento promedio de los últimos tres años (+8,2 %). Le sigue la región oriente con un crecimiento promedio de 8,0 %. Esta dinámica refleja que ambas zonas geográficas avanzan a un mayor ritmo que las zonas norte (+4,5 %) y sur (+3,3 %), respectivamente. La tabla 3 muestra la evolución por zonas en los últimos cuatro años.

**Tabla 3. Evolución de ventas por zona geográfica 2014-2017**

Ventas por zona geográfica					Var %		
Zona	2014	2015	2016	2017	15 / 14	16/15	17/16
Centro	1.809	1.938	2.026	2.287	7,1 %	4,6 %	12,8 %
Norte	990	1.079	1.077	1.127	8,9 %	-0,1 %	4,6 %
Sur	742	749	791	819	0,9 %	5,6 %	3,5 %
Oriente	552	598	655	697	8,2 %	9,6 %	6,4 %
Exportación	24	28	15	30	14,7 %	-46,8 %	103,3 %
<b>Total</b>	<b>4.119</b>	<b>4.391</b>	<b>4.564</b>	<b>4.959</b>	<b>6,6 %</b>	<b>3,9 %</b>	<b>8,7 %</b>
Cuota de participación por zona					Evolución cuota por zona		
Zona	2014	2015	2016	2017	2017 vs. 2014 (ptos)		
Centro	43,9 %	44,1 %	44,4 %	46,1 %	218		
Norte	24,0 %	24,6 %	23,6 %	22,7 %	-131		
Sur	18,0 %	17,1 %	17,3 %	16,5 %	-152		
Oriente	13,4 %	13,6 %	14,3 %	14,0 %	63		
Exportación	0,6 %	0,6 %	0,3 %	0,6 %	2		
<b>Total</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>	<b>100,0 %</b>			

Fuente: Estados financieros auditados consolidados. Elaboración propia

Las exportaciones de Backus se han duplicado durante el año 2017, pasando de S/ 15 MM a S/ 30 MM, recuperando los niveles previos a la caída del año 2016, lo que revela que la empresa habría retomado su interés por mantener presencia en los mercados del exterior.

## 7. Empresas relacionadas y accionistas

Anheuser – Busch InBev es el principal accionista de Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston, a través de su *holding* Racetrack Perú SRL, con una participación de 68,3 %; en el mundo AB InBev tiene una participación de mercado de 21,2 %, siendo el líder con una producción anual de 457 millones de hectolitros. Tiene presencia en América, Europa y Asia; su principal mercado es Latinoamérica, cuyas ventas representan el 35 % de su ingreso total. La tabla 4 presenta información de la tenencia de acciones que conforman el capital social:

**Tabla 4. Accionariado de Backus al 31/12/2017**

Principales accionistas	N° Acciones (miles)	%	Origen	Valor nominal
Racetrack Perú SRL	51.965	68,3 %	Perú	
Bavaria SA	23.762	31,2 %	Colombia	
Otros	320	0,4 %		
<b>Total Acciones Clase A</b>	<b>76,046</b>	<b>100%</b>		<b>S/10</b>
Fondo Popular 1 - Renta Mixta	1.060	52 %	Perú	
Cervecería San Juan	174	9 %	Perú	
Otros	792	39 %		
<b>Total Acciones Clase A</b>	<b>6,026</b>	<b>100%</b>		<b>S/10</b>

Fuente: Estados financieros auditados consolidados. Elaboración propia

Además de las acciones de clase A y clase B, Backus cuenta con acciones de inversión al valor nominal de S/ 1 cada una.

Es importante destacar que las principales marcas de AB InBev forman parte del Top 100 most valuable global brands 2017, dentro de las que destaca Budweiser con un valor de marca de US\$ 27.037 MM.

AB InBev cuenta con 156 plantas de producción a nivel mundial. En el año 2017 generó ingresos por US\$ 56.444 MM, EBITDA por US\$ 21.428 MM, lo que representa un margen EBITDA de 37,96 %; el mismo año la capitalización bursátil de la compañía ascendió a US\$ 226.076 MM.

En el anexo 10 se muestran las principales empresas relacionadas a Backus y la composición del directorio y plana gerencial. Respecto de las empresas relacionadas, se presenta su objeto social principal y su vinculación con la actividad comercial de Backus.

## **8. La acción de Backus en la BVL**

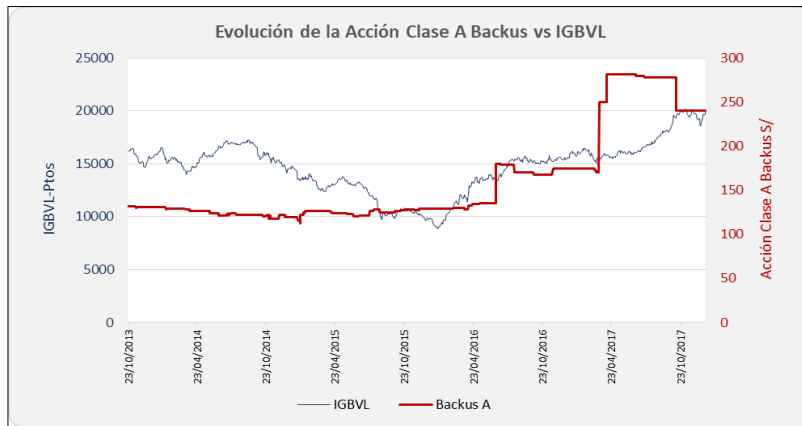
Al 31 de diciembre de 2017, el capital social de la compañía estaba conformado por 78.072.202 acciones comunes, suscritas y pagadas, cuyo valor nominal es de S/ 10 cada una, divididas en 76.046.495 acciones Clase A y 2.025.707 acciones clase B. Estas últimas tienen el derecho a recibir un pago adicional del 10 % por acción sobre el monto de los dividendos pagados en efectivo a las acciones clase A y carecen de derecho a voto.

Asimismo, Backus cuenta con un total de 569.514.715 acciones de inversión al valor nominal de S/ 1 cada una. Las acciones de inversión atribuyen a sus titulares: (i) el derecho de participar en la distribución de dividendos, (ii) efectuar aportes a fin de mantener su proporción existente en la cuenta de acciones de inversión, en caso de aumento de capital por nuevos aportes, (iii) incrementar la cuenta acciones de inversión por capitalización de cuentas patrimoniales, (iv) redimir sus acciones en cualquiera de los casos previstos en la ley, y participar en la distribución del saldo de patrimonio.

La acción clase A es la acción representativa del capital de Backus; no obstante, cuenta con una liquidez muy baja en la BVL. Así, su frecuencia de negociación no ha superado el 12 % en los últimos 4 años, alcanzando en el año 2017 solo el 7,9 %. La acción B también cuenta con una baja liquidez en términos de frecuencia de negociación (15 % en los últimos 4 años) y en número de operaciones (solo 83 operaciones promedio por año). En el anexo 11 se muestran los principales datos bursátiles en el período 2014-2017 de ambas acciones.

Al cierre del año 2017, la acción común de Backus alcanzó un nivel de S/ 240 por acción. El gráfico 2 muestra la evolución del precio de dicho instrumento, frente al IGBVL.

**Gráfico 2. Evolución precio de la acción A de Backus vs IGBVL**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

## 9. Ciclo de vida y madurez de la compañía

Tomando como referencia la Teoría de los Ciclos, del economista austro-americano Joseph Alois Schumpeter, toda empresa que consigue mantenerse en el mercado a lo largo del tiempo atraviesa cuatro etapas:

- Estado inicial: Desde su ingreso al mercado, a finales del siglo XIX, hasta la adquisición de la empresa por empresarios peruanos a mediados del siglo XX, se puede considerar que Backus se mantuvo en un estado inicial.
- Crecimiento: Después de 1955 hasta inicios de 1990, la empresa experimentó su etapa de crecimiento, ocupando mayor participación en el mercado y apostando por el desarrollo de marcas y calidad de sus productos.
- Madurez: Posteriormente, desde 1994 al 2016, Backus consolidó su crecimiento teniendo como principales tácticas las fusiones y adquisiciones realizadas con sus principales competidores, como Compañía Nacional de Cerveza, Cervecería del Norte, Sociedad Cervecera de Trujillo y Compañía Cervecera del Sur del Perú. Además, ingresaron como accionistas los más grandes grupos cerveceros del mundo como Bavaria (2002) y SABMiller plc (2005), y se apostó por lograr la excelencia operativa en sus procesos industriales y comerciales para maximizar los beneficios para los accionistas y dominar el mercado.
- Declive o renovación: Finalmente, la empresa es adquirida por AB InBev SA/NV (2016), lo que le permitió aprovechar toda su experiencia operativa y comercial hasta consolidarse como líder en el país, con casi 99 % de participación de mercado.

Se concluye que Backus se encuentra en la etapa de declive o renovación, pues consolidó su madurez y, desde el año 2016, pasó a una etapa de renovación y reestructuración con la finalidad de mantenerse como líder del mercado peruano, aprovechando toda la capacidad y experiencia del primer grupo cervecero del mundo.

## **10. Responsabilidad Social Empresarial**

Las acciones de responsabilidad social de la compañía se reflejan en todos sus procesos de negocio, focalizando esfuerzos en tres estrategias denominadas: mundo que crece, mundo más limpio y mundo más saludable.

- Mundo que crece: Desarrollada con el objetivo de generar oportunidades de crecimiento y desarrollo en la población, impulsando la productividad, innovación y resiliencia de sus productores, clientes y comunidades. Se realizan programas como:
  - Proyecto Cusqueña Telar: Backus contribuye al desarrollo y mejora de calidad de vida de los artesanos de cuatro comunidades cusqueñas.
  - Programa Desarrollo de Bodegueras: Diseñado para mujeres bodegueras, con el fin de incrementar sus capacidades de gestión y desarrollo del punto de venta.
- Mundo más limpio: Desarrollado con el objetivo de promover el uso responsable y conservación de los recursos naturales. Se manejan los siguientes programas:
  - Proyecto de Aquafondo: Para la siembra y cosecha de agua en alianza con las comunidades campesinas.
  - Proyectos de Manejo de Cuencas e Infraestructura verde: A través del sistema de Obras por Impuestos se desarrolla obras de infraestructura en beneficio de diversas comunidades.
- Mundo más saludable: Desarrollada para despertar conciencia e informar a la población respecto del adecuado consumo de bebidas alcohólicas. Se realizan acciones como:
  - Programa Consumo Responsable: Tiene como objetivo reducir en un 10 % el consumo ilegal de alcohol. Para el desarrollo de este se ha iniciado un plan piloto en la ciudad de Ayacucho, en el que con ayuda de instituciones públicas se realizan campañas para la no venta de bebidas alcohólicas a menores de edad y de sensibilización para el consumo responsable.

Además de las estrategias de la compañía, los colaboradores también aportan a la sociedad a través de acciones de voluntariado.





## **11. Gobierno corporativo**

En aras del desarrollo del gobierno corporativo, en el año 2003 Backus publicó su Código de Buen Gobierno Corporativo, que contiene lineamientos de responsabilidad para con los accionistas y *stakeholders*, basado en diversos principios como transparencia, confianza, equidad, responsabilidad social, fluidez e integridad de la información.

Como consecuencia de ello, desde el año 2004 Backus informa, a través de sus memorias anuales, una autoevaluación en el cumplimiento de las recomendaciones de los principios de buen gobierno para las sociedades peruanas. En el anexo 12 se muestran los resultados de la evaluación 2017.

En el año 2007, el directorio creó el Comité de Gobierno Corporativo, cuyas funciones son las siguientes:

- Definir los sistemas de seguimiento y establecer índices de cumplimiento del Código de Buen Gobierno
- Evaluar periódicamente el cumplimiento y proponer ajustes y reformas al Código de Buen Gobierno
- Recomendar de manera previa las modificaciones a las políticas sobre el funcionamiento de la Gerencia de Valores encargada de la atención al accionista e inversionista
- Recomendar de manera previa las modificaciones al Reglamento Interno del Directorio y Junta de Accionistas

### **Capítulo III. Análisis del macroentorno, industria y estrategia**

#### **1. Análisis Pestel**

El análisis Pestel es una herramienta analítica que incorpora el efecto de los factores externos de índole política, económica, social, tecnológica, ecológica y legal en la implementación de la estrategia en una determinada organización (Team FME 2013: 6-7).

En ese marco, el entorno actual y las macro tendencias que se avizoran plantean diversos retos y desafíos para Backus. La economía local aún no brinda señales claras de recuperación, la inversión privada no despegó, mientras que el ruido político –principalmente generado por los eventos de corrupción– agudiza el panorama para hacer negocios.

Por el lado sociocultural, la estructura poblacional se está recomponiendo en favor de una masa creciente de ciudadanos (*millennials*) que tienen formas de pensamiento, comportamiento y consumo muy distintos de los convencionales, por lo que la empresa deberá estar preparada para posibles cambios no antes vistos en los principales *drivers* de la demanda.

En cuanto a la tecnología, el exponencial uso de medios electrónicos inteligentes y de las redes sociales constituiría uno de los factores más importantes con los que tendrá que lidiar Backus en su intento por lograr un mayor desarrollo y penetración de mercado.

En los aspectos legales, deberá cobrar especial atención las tendencias para la regulación de fusiones y adquisiciones, así como las legislaciones antimonopolio.

En el anexo 13 se muestran los principales elementos del entorno general que Backus deberá afrontar para ratificar su posición de liderazgo en la industria.

#### **2. Análisis de Porter**

Esta metodología consiste no solo en comprender y enfrentar a la competencia actual, como primera fuerza competitiva para la obtención de los beneficios esperados, sino que también considera otras cuatro fuerzas competitivas que son los clientes, los proveedores, los posibles nuevos competidores y los productos sustitutos; con el objetivo de conseguir una posición más rentable y menos vulnerable (Porter 2008: 2-3).

El análisis actual de las fuerzas de mercado muestra a Backus en una sólida posición, la cual se sustenta en su tamaño (líder indiscutible del mercado local, perteneciente al mayor *holding* internacional de cervezas), su conocimiento del negocio –opera desde 1879– y su estrategia de posicionamiento de marcas.

La rivalidad en el mercado de cervezas es casi nula, debido a la participación mayoritaria de la compañía; la competencia potencial solo se podría materializar con altos niveles de inversión de competidores globales.

Asimismo, Backus explota su incuestionable posición de dominio en la industria, obteniendo condiciones preferenciales por parte de sus proveedores, mientras que fortalece los lazos de fidelidad con sus clientes a partir de una estrategia de marcas por segmentos.

Por el lado de los sustitutos, se observa que otras bebidas alcohólicas como el vino, el pisco, el whisky, y el rubro *ready to drink*, podrían restarle puntos no significativos en su cuota de mercado, principalmente por temas de moda, preferencias y nuevos tipos de consumidores.

Las principales amenazas identificadas podrían provenir del nicho de las aguas y gaseosas, que solo representan el 8 % del negocio.

El anexo 14 muestra el despliegue de las fuerzas de Porter para Backus.

### **3. Análisis de la cadena de valor**

Las actividades primarias de la cadena de valor<sup>1</sup> de la compañía se encuentran directamente relacionadas con el proceso productivo, iniciando con la recepción y el testeado de la calidad de insumos<sup>2</sup> (lúpulo y malta, principalmente), para posteriormente pasar a la producción automatizada y a la distribución masiva<sup>3</sup>, siendo de vital importancia el cumplimiento de los más altos estándares de la industria a lo largo de todo el proceso (procesos con ISO 9001).

---

<sup>1</sup> La cadena de valor es una herramienta básica para diagnosticar la ventaja competitiva de una organización y encontrar el medio para crearla. Esta cadena consiste en un flujo de actividades organizacionales divididas en actividades de apoyo y actividades primarias.

<sup>2</sup> La utilización de insumos de mejor calidad es una tendencia que se viene evidenciando en el mercado en respuesta a las preferencias del consumidor. Permiten alcanzar altos estándares en la producción de cervezas Premium.

<sup>3</sup> Al cierre del 2017 se logró incrementar en 50.000 puntos de venta adicionales en los canales directo e indirecto (a través de distribuidores franquiciados).

Las siguientes etapas corresponden al almacenamiento y distribución del producto. Marketing y Ventas también cumplen un papel de vital importancia, pues a través de una estrategia multisegmento y multicanal, se ha logrado un importante posicionamiento de las marcas en el consumidor peruano.

Todas estas actividades son respaldadas por un nuevo modelo de gestión corporativa, que brinda soporte matricial en áreas clave como gestión comercial, finanzas, recursos humanos, tecnologías de información y cadenas de abastecimiento. En este último punto, destaca su esquema de compras globales de insumos que favorece la generación de eficiencias.

En el anexo 15 se muestra esquemáticamente el análisis de la cadena de valor.

#### **4. Posición competitiva**

Backus tiene casi el 99 % de participación de mercado en la industria cervecera en el Perú, contando con cuatro segmentos de marcas –*core*, premium, super premium y ultra premium– cuya clasificación responde a su posicionamiento en el mercado y al perfil aspiracional del consumidor peruano.

Se consideran cinco variables que, en conjunto, definen la posición competitiva de cada segmento desde la perspectiva de los clientes: (i) ocasión de consumo, (ii) calidad de producto, (iii) imagen social, (iv) preferencia por identidad y (v) precio. En el anexo 16 se muestra la valoración de las diferentes marcas de Backus por cada variable, reflejando así su posición competitiva relativa.

#### **5. Propuesta de valor, ventajas competitivas, y estrategias**

La propuesta de valor de Backus se basa en el ofrecimiento de un portafolio de productos multimarca, con estrategias de posicionamiento por cada segmento en el que participa. De esta forma, y a través de una vasta red de distribución, muestra un alto nivel de penetración a lo largo de todo el país. Otro aspecto que forma parte integrante de la propuesta de valor de Backus es la calidad, que se refleja tanto en los insumos como en los procesos productivos de la compañía.

Su posición de liderazgo es su principal ventaja competitiva, sustentada en el profundo conocimiento del mercado de cerveza en el Perú. Las marcas que posee están identificadas con

sentimientos como el orgullo de ser peruano, a través de Cristal, o la amistad, a través de Pilsen, además de marcas regionales muy arraigadas a la zona a la que pertenecen.

Es así como dentro de las estrategias de Backus se identifican las siguientes:

- Mantener su posicionamiento como marca líder en cada segmento de mercado
- Ampliar su cartera de productos, incursionando favorablemente en los sectores de mayor poder adquisitivo
- Invertir en plantas con equipos de última generación, ubicadas en puntos estratégicos a nivel nacional y con certificaciones internacionales: ISO 9001, ISO 14001, OHSAS 18001 y HACCP
- Expandir su red de canales de distribución para cubrir todo el territorio nacional

Asimismo, es sumamente relevante destacar las nuevas políticas y lineamientos estratégicos que provendrían de la casa matriz. Entre estos, se han identificado los más resaltantes:

- El diseño de las estrategias como un grupo regional (Colombia, Ecuador y Perú), dejando la ejecución y las decisiones operativas en el ámbito local (previo a la fusión, Backus se manejaba con independencia de SAB Miller).
- El direccionamiento hacia un mix de productos con mayor preponderancia de las marcas globales dentro del portafolio, debido a su mayor margen de contribución a las ganancias.
- La fuerte orientación financiera del grupo transnacional, traducándose en el establecimiento de constantes metas retadoras, así como en la búsqueda de eficiencias y reducción de costos.
- La optimización de los métodos de producción, a través de la concentración de la producción según zona geográfica, la aceleración de la fermentación de la cerveza con enzimas, la posible producción de marcas globales en plantas locales, entre otros.

## **6. Análisis FODA**

La matriz FODA constituye una base para la formulación de la estrategia y considera identificar las fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas que enfrenta una organización respecto de su entorno. Consiste en evaluar los diferentes factores que en su conjunto diagnostican la situación interna y externa de la organización (Ponce 2006: 1-2).

En el anexo 17 se muestra el análisis FODA de Backus, dentro del cual destacan como principales fortalezas la posición de dominio en el mercado peruano y la experiencia en los procesos de producción de cerveza. En cuanto a las oportunidades, se ha identificado que la empresa tendría un importante potencial para incursionar en otros mercados y para la exploración de nuevos productos.

Respecto de las amenazas, estas provienen fundamentalmente del lado normativo, en particular la posible materialización del alza del ISC y de las leyes antimonopolio.

## **Capítulo IV. Análisis financiero**

### **1. Ingresos**

El comportamiento de los ingresos<sup>4</sup> de Backus ha sido creciente en los últimos 3 años, con un crecimiento compuesto anual CAGR de 6,4 %, y alcanzando un mayor impulso durante el último año (+8,4 %) como resultado de las exigentes metas comerciales del grupo AB InBev.

Los ingresos por ventas del core de negocio son generados principalmente por la comercialización de bebidas alcohólicas que representan el 92 % del total. En términos de volúmenes, el crecimiento compuesto anual de los últimos 3 años fue de 2,3 %<sup>5</sup>, mientras que los precios subieron 2,5 % en promedio anual.

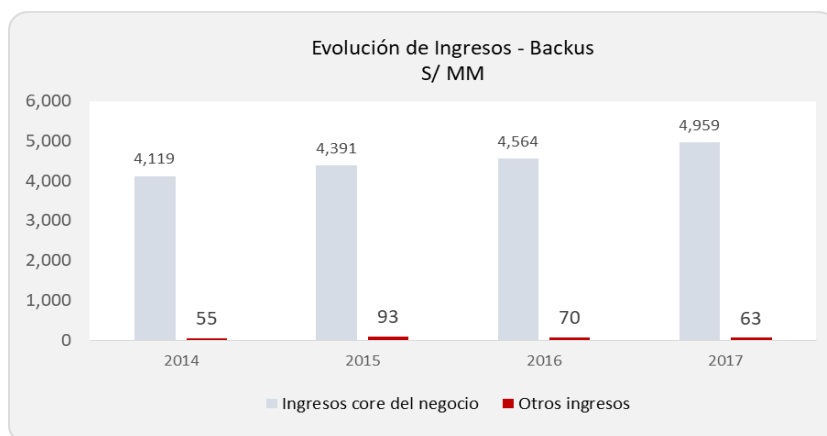
El gráfico 3 muestra la evolución de los ingresos por ventas de bebidas y de los otros ingresos

### **Gráfico 3. Ingresos por ventas**

---

<sup>4</sup> Incluyen ingresos provenientes de operaciones conexas como transportes, alquileres, entre otros, que representan una porción mínima de aproximadamente 1,5 % de los ingresos totales.

<sup>5</sup> Crecimiento 2013-2016



Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

## 2. Costo de ventas

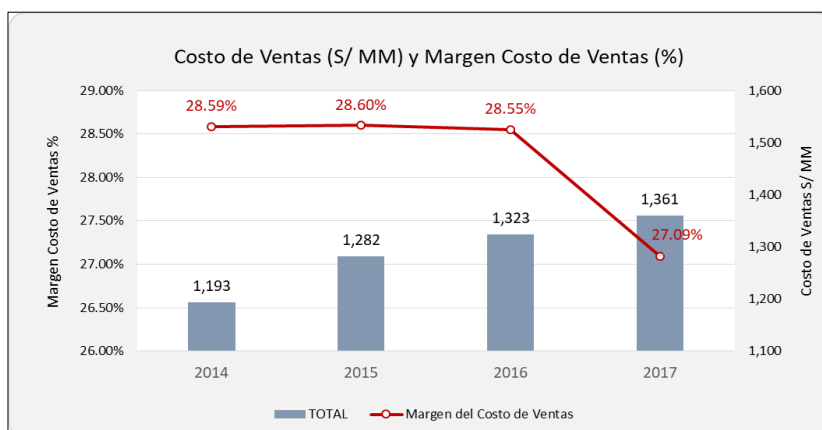
En los últimos tres años, los costos de ventas han crecido a una CAGR de 4,5 % por año, siendo este incremento menor que el de las ventas (6,4 %) experimentado en dicho período.

Como porcentaje de los ingresos, los costos de ventas han pasado de representar 28,59 % de las ventas en el año 2014 hasta 27,09 % en el año 2017, reflejándose una mejoría en la gestión de estos como resultado de la integración con AB InBev y el modelo de compras corporativas. Al respecto, y como parte de dicho *holding* transnacional, Backus respalda sus operaciones de compra de materias primas, empaques, logística y materiales indirectos en las oficinas globales<sup>6</sup> y regionales encargadas de definir estrategias corporativas, realizar negociaciones y dar soporte en las actividades transaccionales de compra.

El gráfico 4 muestra la evolución del costo de ventas en S/ MM, así como el porcentaje (%) que viene representando con respecto a las ventas.

### Gráfico 4. Evolución del costo de ventas

<sup>6</sup> Existen dos tipos de oficinas: Global Procurement Office-GPO y Global Procurement Shared Services-GPSS.



Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

El costo de los insumos básicos como el lúpulo, la cebada, la malta, entre otros, representó, el año 2017, el 55 % del costo de ventas, mostrando una reducción significativa en relación al año 2014, período en el cual representó el 63 %.

Dicha tendencia refleja eficiencias en cuanto a la gestión en la compra de los insumos, así como al mecanismo de asignación de costos. Por su parte, el consumo de energía y agua –relacionado al costo de ventas– se estima en torno a un costo anual promedio de S/ 65 millones.

### 3. Gastos de venta, distribución y administración

Los gastos de ventas y distribución, así como los gastos de administración, consumen cada vez un menor porcentaje de los ingresos generados por la compañía. Han pasado de representar 39 % en el año 2014 a 33 % en el año 2017, reflejándose una evidente mejora en términos de eficiencia financiera que es una de las fortalezas del grupo AB InBev.

Entre las partidas de mayor impacto en este rubro, se encuentran los fletes y gastos por publicidad y relaciones públicas, partida que para el año 2017 representó el 0,56 % de las ventas totales, y cuya evolución en los últimos años se muestra en la tabla 5. Cabe precisar que el mercado de publicidad anual en el Perú alcanza aproximadamente US\$ 700 millones.

**Tabla 5. Gastos de ventas, distribución y administración**



<b>Gastos de ventas, distribución y administración (en S/ MM)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Fletes	297	218	193	194
Publicidad y Relaciones Públicas	23	104	40	28

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

#### **4. Necesidades operativas de fondos (NOF) y fondo de maniobra (FM)**

Las NOF<sup>7</sup> son los fondos requeridos para financiar las operaciones de una empresa (Martínez 2004: 3). Backus presenta NOF negativas, las cuales han ido incrementándose conforme se ha ampliado el ciclo de conversión de caja. En ese sentido, los pasivos espontáneos como proveedores, impuestos u otros gastos por pagar de corto plazo están financiando la operación de la empresa.

El FM es aquel fondo a largo plazo disponible para financiar las NOF. En el caso de Backus, se observa que el FM tiene un comportamiento más estable en los últimos años que las NOF, precisamente porque la empresa no requiere mayor financiamiento para cubrir sus activos fijos o inmovilizados.

---

<sup>7</sup> NOF = Caja Necesaria + Clientes + Existencias – Proveedores- Impuestos – Otros pasivos espontáneos

**Tabla 6. NOF y FM**

<b>Cuenta</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Necesidades Operativas de Fondos (NOF en S/ M)	- 506.094	- 680.591	- 1.009.830	- 1.794.497
Fondo de Maniobra (FM e S/ M)	- 851.847	- 844.438	- 1.129.486	- 911.171
Ciclo de Conversión de Caja		-45,83	-52,25	-90,61

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

## 5. Inversiones (Capex)

Durante el año 2017, la inversión en activos fijos alcanzó S/ 218 MM, incluyendo los proyectos de mejoras y ampliación de planta (ver tabla 7). No obstante, como porcentaje de las ventas viene mostrando una tendencia decreciente. Así, en el año 2014 representó el 9 % de los ingresos mientras que para los años 2015, 2016 y 2017 dicho indicador fue 7 %, 6 % y 4 %, respectivamente.

Esta caída responde a la finalización del plan de inversiones 2011- 2016 por S/ 800 millones anunciado por la compañía, siendo las inversiones mas representativas las ampliaciones de las plantas oriente y norte por aproximadamente S/ 500 millones. Se espera que dichos niveles de inversión recuperen el ritmo de años previos en la medida que la estrategia de Backus es realizar inversiones en ampliaciones de planta para soportar el crecimiento de la producción y ventas de los años futuros.

**Tabla 7. Nivel de inversiones Capex**

<b>Capex ( en S/ MM)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Total activos fijos (neto)	2.402	2.464	2.426	2.360
Inversión en activos fijos	369	293	273	218
Inversión en intangibles	23	33	15	0

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

Del mismo modo, la compañía ha venido realizando inversiones en intangibles menores al 1,0 % del total de ventas, principalmente asociadas al *software* generado internamente.

## 6. Financiamiento

A diciembre del 2017, los pasivos de Backus ascienden a S/ 3,267 MM. Las cuentas más representativas son cuentas por pagar comerciales por S/ 783 MM, cuentas por pagar a relacionadas por S/ 811 MM. Sus principales acreedores son Racetrack Perú SRL y Bavaria S.A. Respecto de las instituciones financieras, el valor contable de las deudas asciende a S/ 122 MM.

**Tabla 8. Financiamiento bancario 2017**

<b>Deuda Backus (en S/ MM)</b>	<b>2017</b>
Arrendamiento Financiero BBVA	32,9
Arrendamiento Financiero BCP	8,8
Arrendamiento SCOTIABANK	10,2
Deuda Bancaria BBVA	18,1
Deuda Bancaria BCP	39,3
Arrendamientos	13,0
<b>Total</b>	<b>122,3</b>

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

A diciembre del año 2017, el financiamiento bancario de Backus se realiza a través de contratos de arrendamiento financiero con diversos bancos como el BBVA por S/ 32,9 MM (a diciembre de 2016 por S/ 41,1 MM) que fue utilizado en la adquisición de un terreno en Cajamarca para uso comercial, Banco de Crédito por S/ 8,8 MM (a diciembre de 2016 por S/ 8,3 MM) para la adquisición de un terreno en Satipo para uso comercial, y otro con el Scotiabank por S/ 10,2 MM (a diciembre de 2016 por S/ 9,7 MM) para la adquisición de montacargas y de vehículos ligeros. Sumado a lo anterior, Backus mantiene deudas financieras con BBVA por S/ 18,1 MM (a diciembre de 2016 por S/ 24,2 MM) y Banco de Crédito por S/ 39,2 MM (a diciembre de 2016 por S/ 47 MM).

Dichas operaciones tienen tasas entre 6,45 % y 7,4 % anual. Además de estos financiamientos, mantiene *renting* de vehículos por S/ 12,9 MM a una tasa de interés anual de 8 %. Respecto de la estructura “Deuda Financiera / Equity” (utilizando datos contables), dicho indicador asciende a 6,31 %, constituyendo un bajo nivel de endeudamiento.

## 7. Política de dividendos

Backus no cuenta con una política de dividendos explícita. No obstante, a lo largo de su historia ha repartido montos al menos iguales o superiores a los del periodo anterior. Una premisa fundamental de la compañía es reservar los fondos suficientes para:

(i) desarrollar sus actividades de operación, (ii) cumplir con sus planes de crecimiento, (iii) enfrentar a la competencia y, (iv) mejorar su infraestructura para preservar la calidad de sus productos. También considera los niveles de liquidez, endeudamiento y flujo de caja proyectado.

Una práctica recurrente de la compañía es entregar dividendos, en más de una ocasión en el curso de un periodo, siempre y cuando las perspectivas para lograr –en forma normal– el resultado del ejercicio así lo permitan.

En la tabla 9 se muestran los dividendos pagados desde el año 2013 hasta el año 2017, donde se evidencia un *payout ratio* que, en promedio, se ubicó en torno al 92 % de las utilidades generadas, con la particularidad de que en el año 2017 dicho indicador se redujo a un nivel de 46 %. Los menores dividendos pagados en el último año han permitido a la compañía fortalecer su patrimonio hasta niveles previos al año 2016, período en el que se contrajo 7,8 %.

**Tabla 9. Evolución del pago de dividendos- Backus**

<b>Pago de Divisndendos (en S/ M)</b>					
Cuenta	2013	2014	2015	2016	2017
Ganancia Neta del Ejercicio	942.643,00	943.908,00	1.188.827,00	755.992,00	1.390.281,00
Dividendos Pagados	927.038,00	918.240,00	1.116.025,00	949.379,00	640.108,00
Payout ratio	0,98	0,97	0,94	1,26	0,46
Retention ratio	0,02	0,03	0,06		0,54

El *payout ratio* es mayor a 1 cuando se distribuyen dividendos de más de un ejercicio.

Fuente: Estados financieros auditados. Elaboración propia

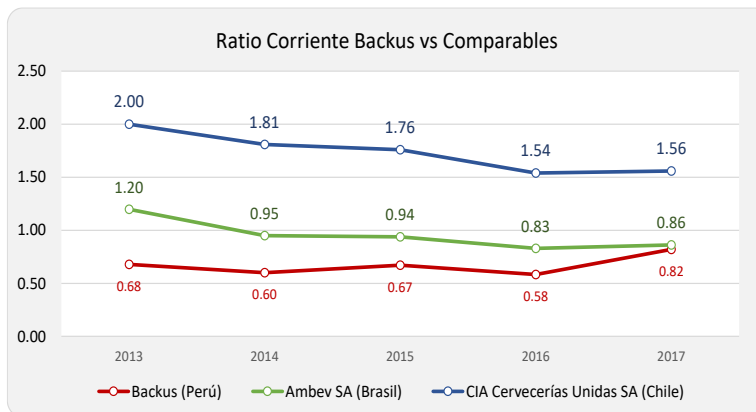
## **8. Análisis de ratios financieros**

### **8.1.Liquidez**

En relación a la gestión de la liquidez, se destaca como aspecto positivo que los indicadores relacionados han ido mejorando en los últimos cuatro años, en particular el ratio de efectivo ha evolucionado de 0,18 en el año 2014 a 0,64 en el año 2017, pues la partida efectivo y equivalente de efectivo se incrementó en el lapso 2014-2017 desde S/ 42 MM hasta S/ 1.337 MM.



**Gráfico 5. Ratio corriente Backus vs. comparables**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

La razón corriente de Backus se ubicó en 0,8x al cierre del año 2017, incrementándose en relación con los años previos donde se ubicó en torno a 0,6x. El desempeño de dicho indicador se alinea con la reciente política de la empresa de ampliar el financiamiento de corto plazo con proveedores y cuentas por pagar con relacionadas.

Respecto de las empresas comparables, se destaca que los ratios de liquidez de la compañía brasilera Ambev S.A. tienen un comportamiento similar al de Backus, pues su indicador de razón corriente se ubica por debajo de uno, por lo que se puede inferir que ambas manejan estrategias parecidas para el pago a sus proveedores dado su tamaño de mercado.

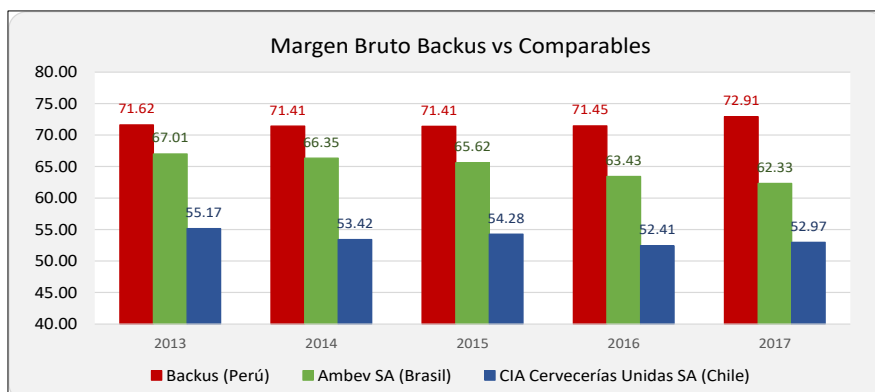
## **8.2. Rentabilidad**

### **8.2.1. Márgenes de rentabilidad**

En términos de rentabilidad, Backus genera un importante nivel de margen bruto<sup>8</sup>, que se ha mantenido estable por encima de 70 % en los últimos cinco años. Su amplia experiencia en la gestión de su proceso productivo, así como en la administración de los costos de ventas, han incidido directamente en mantener dichos márgenes elevados.

<sup>8</sup> Margen Bruto = Utilidad Bruta / Ingresos por Ventas

**Gráfico 6. Margen bruto Backus vs. comparables**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

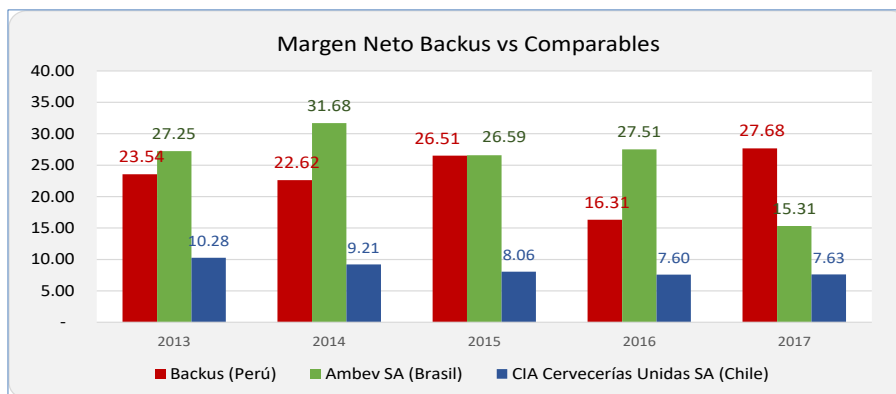
Backus muestra un liderazgo significativo en relación con las empresas comparables de Brasil y Chile, que registran también elevados márgenes brutos (62 % y 53 %, respectivamente), demostrando que la industria cervecera es atractiva. El gráfico 6 muestra la comparación regional del margen bruto en el período 2013-2017.

El margen neto<sup>9</sup> de Backus ha seguido una tendencia creciente entre los años 2014 y 2017, representando en promedio el 25 % de los ingresos, salvo el año 2016 en el que se evidencia un evento extraordinario<sup>10</sup> y ajeno a la operatividad de la empresa que conllevó a una reducción del margen hasta 16 %. Este evento revela una provisión por impuestos de S/ 238 millones que explican en gran medida el incremento de los gastos administrativos en dicho periodo de 42 %.

<sup>9</sup> Margen Neto = Utilidad Neta / Ingresos por Ventas

<sup>10</sup> Provisión por impuestos de S/ 238 millones que explica en gran medida el incremento de los gastos administrativos en dicho periodo (+42 %)

**Gráfico 7. Margen neto Backus vs. comparables**



Fuente: Bloomberg. Elaboración propia

Con respecto a las compañías Ambev y Cervecerías Unidas, Backus logró generar en el 2017 un mayor margen neto, superando por primera vez a la empresa brasilera en este indicador. El gráfico 7 muestra la evolución comparada de dicho indicador.

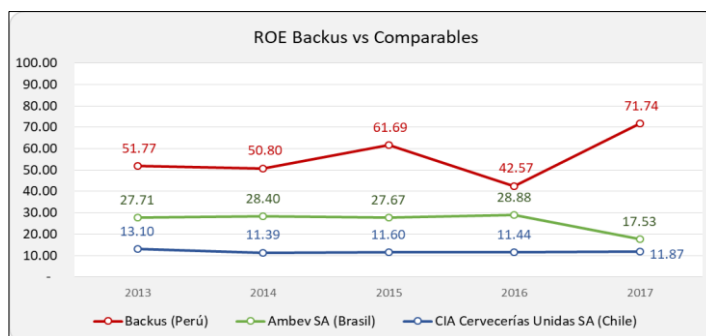
### **8.2.2. Ratios de rentabilidad (ROE y ROA)**

Los principales ratios de rentabilidad ROE y ROA alcanzaron niveles de 71,7 % y 26,7 % al cierre del año 2017. Tras la desmejora de los gastos administrativos del año 2016 con el consecuente deterioro de los ratios de rentabilidad, el aumento de la utilidad neta en más de 80 % durante el año 2017 ha determinado la obtención de retornos sumamente considerables.

En términos comparados, tomando como referencia la compañía chilena Cervecerías Unidas, se observa que Backus compara positivamente en los principales indicadores de rentabilidad, mostrando, además, una mejor gestión de la eficiencia operativa que conlleva a obtener un margen neto muy superior al de esta empresa. A continuación, se presentan los principales indicadores de rentabilidad comparados al cierre del año 2017.

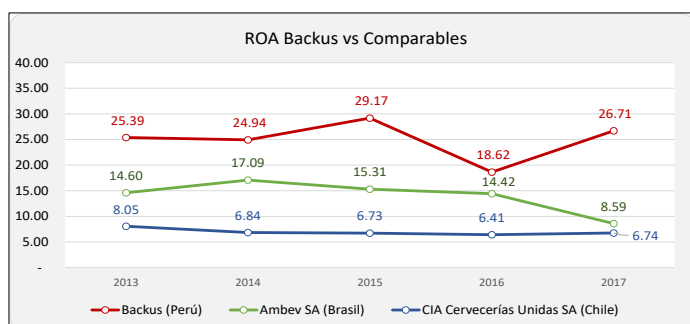


**Gráfico 8. Evolución del ROE Backus vs. comparables**



Fuente: Bloomberg. Estados financieros auditados. Elaboración propia

**Gráfico 9. Evolución del ROA Backus vs. comparables**



Fuente: Bloomberg. Estados financieros auditados. Elaboración propia

### 8.3. Gestión

Del análisis de ratios de gestión, se observa que en todos los periodos el ciclo de conversión de caja es negativo, siendo el año 2017 el de mayor impacto con -91,9 vs. el promedio de los tres años anteriores con -44,5.

Estos resultados son consecuencia de la amplia diferencia entre los 165 días de cuentas por pagar, en comparación con los 53 días de inventario y 19 días de cuentas por cobrar; esta situación evidencia que la compañía genera efectivo rápidamente, producto de una eficiente política de cobranza a sus distribuidores y un adecuado período de inventarios, sumado a un amplio plazo de pago a sus proveedores.

Un comportamiento similar es registrado por la empresa cervecera brasilera Ambev SA, cuyo ciclo de conversión de caja en promedio es -97,34. Por otro lado, la chilena Cia Cervecerías Unidas S.A. registra en promedio de 58,2 días.

**Tabla 10. Ciclo de conversión Backus vs. comparables**

Ciclo de Conversión de Caja	2014	2015	2016	2017
Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.	-33,9	-46,5	-53,0	-91,9
Ambev SA (Brasil)	-110,1	-97,1	-99,9	-82,3
CIA Cervecerías Unidas SA (Chile)	67,6	56,8	57,7	50,8

Fuente: Bloomberg. Estados financieros auditados. Elaboración propia

Respecto del ratio de rotación de cuentas por cobrar, se menciona que este asciende a 19x en el período 2017, lo cual evidencia una importante capacidad de negociación con sus clientes, pues este es mucho mayor al de su rotación de cuentas por pagar, 2x en el periodo 2017; ambos ratios respaldados en su posición de liderazgo de mercado. Esta amplia diferencia a favor del ratio de rotación de cuentas por cobrar vs. el de cuentas por pagar también se evidencia en la compañía brasilera Ambev S.A.; sin embargo, para la chilena Cia Cervecerías Unidas S.A. la diferencia no es tanto por lo que se puede inferir que para las compañías cerveceras cuanto más alto sea su volumen de ventas y su presencia en el mercado, más sólida será su capacidad de negociación frente a clientes y proveedores.

**Tabla 11. Ratios de gestión Backus vs. comparables**

Ratios de rotación	2014	2015	2016	2017
<b>Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA</b>				
Rotación de inventarios	5,67	6,62	7,06	6,83
Rotación de cuentas por cobrar	13,59	15,79	18,04	19,04
Rotación de cuentas por pagar	2,92	2,93	2,92	2,22
<b>Ambev SA (Brasil)</b>				
Rotación de inventarios	4,10	4,15	3,84	4,16
Rotación de cuentas por cobrar	12,69	13,14	10,84	10,48
Rotación de cuentas por pagar	1,60	1,71	1,60	1,78
<b>CIA Cervecerías Unidas SA (Chile)</b>				
Rotación de inventarios	3,68	3,92	3,89	3,83
Rotación de cuentas por cobrar	6,24	6,73	6,54	6,71
Rotación de cuentas por pagar	4,05	4,03	3,97	3,69

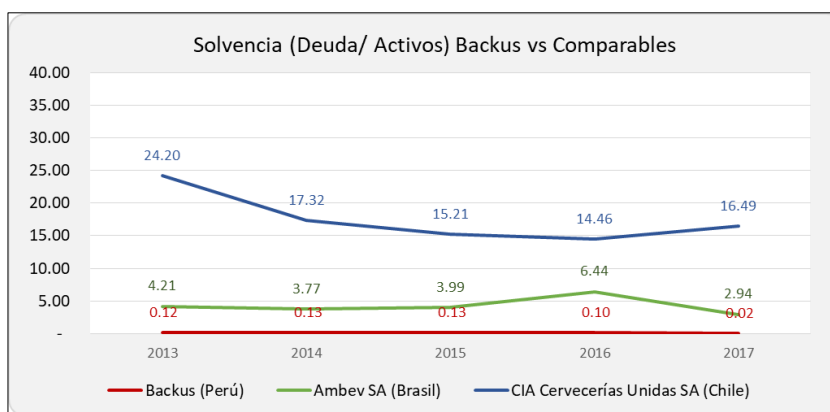
Fuente: Bloomberg. Estados financieros auditados. Elaboración propia

#### 8.4.Solvencia

El nivel de endeudamiento de Backus es sumamente bajo y decreciente en los últimos años. Al cierre de 2017, la deuda financiera apenas el 0,02 % de los activos de la compañía. Esta situación se condice con la estrategia de utilizar un mayor apalancamiento de fuentes espontáneas como proveedores o con relacionadas.

Con relación a las empresas comparables, Cervecerías Unidas de Chile es la empresa más apalancada con un ratio deuda/activos cercano al 17 %, mientras que para el caso de Ambev de Brasil dicho ratio bordea el 3 %. El gráfico 10 muestra la evolución de los ratios de solvencia de Backus y las empresas comparables.

**Gráfico 10. Ratios de solvencia Backus vs. comparables**



Fuente: Bloomberg. Estados financieros auditados. Elaboración propia

Por otro lado, la cobertura de intereses de Backus muestra un crecimiento importante al casi duplicarse del año 2014 al 2017, debido al significativo aumento de casi 45 % del EBIT en dicho periodo frente a una leve reducción en los gastos financieros en el mismo periodo.

#### 9. Análisis Dupont

El análisis Dupont muestra el rendimiento sobre el activo total y mide la eficiencia en el aprovechamiento de los recursos de la empresa. En la tabla 12 aparecen los ratios de rentabilidad, rotación y apalancamiento para los años 2015, 2016 y 2017; que descomponen el ROE para su análisis.

**Tabla 12. Análisis Dupont–Histórico**

<b>Backus (Perú)</b>				<b>AMBEV (Brasil)</b>				<b>Cervecerías Unidas (Chile)</b>			
<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
<b>Rentabilidad: Utilidad Neta / Ventas</b>				<b>Rentabilidad: Utilidad Neta / Ventas</b>				<b>Rentabilidad: Utilidad Neta / Ventas</b>			
22,62 %	26,51 %	16,31 %	27,68 %	31,68 %	26,59 %	27,51 %	15,30 %	9,21 %	8,06 %	7,60 %	7,63 %
<b>Rotación: Ventas / Promedio Activo Total</b>				<b>Rotación: Ventas / Promedio Activo Total</b>				<b>Rotación: Ventas / Promedio Activo Total</b>			
1,11	1,14	1,14	1,08	0,54	0,58	0,52	0,56	0,74	0,83	0,84	0,88
<b>Apalancamiento: Promedio Activo Total / Promedio Patrimonio</b>				<b>Apalancamiento: Promedio Activo Total / Promedio Patrimonio</b>				<b>Apalancamiento: Promedio Activo Total / Promedio Patrimonio</b>			
2,04	2,08	2,20	2,49	1,66	1,79	1,87	1,88	1,74	1,72	1,73	1,77
<b>ROE</b>				<b>ROE</b>				<b>ROE</b>			
51,32 %	62,82 %	40,83 %	74,87 %	28,32 %	27,44 %	26,93 %	16,14 %	11,87 %	11,59 %	11,10 %	11,90 %

Fuente: Bloomberg. Estados financieros auditados. Elaboración propia

Se puede observar que la empresa goza de un notable desempeño del ROE a lo largo del tiempo, debido principalmente a sus altos márgenes netos y también a la alta rotación de sus inventarios, los cuales permanecen estables entre los periodos, salvo en la rentabilidad del año 2016, que se revisará en el análisis horizontal, frente a un leve crecimiento del apalancamiento que no proviene de deuda financiera sino del financiamiento de pasivos espontáneos como proveedores.

## **Capítulo V. Riesgos**

### **1. Análisis de riesgos**

#### **1.1. Riesgos financieros**

Del análisis de la situación económica y financiera de la empresa, se ha identificado que no enfrenta riesgos financieros significativos, y aquellos que enfrenta los mitiga razonablemente. A continuación, se detallan los principales riesgos:

- **Riesgo de liquidez:** Los pasivos corrientes son mayores a sus activos corrientes; no obstante, el plazo promedio de liquidación de pasivos es mayor que el de activos. Asimismo, la operación genera permanentes flujos de efectivo positivos.
- **Riesgo de crédito:** El mismo que se genera a partir de las posiciones en efectivo, equivalentes de efectivo, instrumentos financieros y depósitos bancarios, así como de la exposición crediticia con clientes mayoristas y minoristas. En el caso del efectivo y equivalentes, el riesgo es mitigado aceptando instituciones cuyas calificaciones de riesgo sean mínimamente categoría A. En relación con la posición crediticia con clientes mayoristas, existe un comité de créditos que realiza un análisis de la solvencia de los deudores sobre la base de calificaciones crediticias internas y externas, estableciéndose además límites. Para clientes minoristas, las ventas son en efectivo o se otorgan niveles mínimos de siete días, minimizando la exposición crediticia en este canal.
- **Riesgo de mercado:** Conformado por los riesgos de tasa de interés, riesgos de tipo de cambio y riesgos de precios.

El riesgo de tasas de interés impacta mínimamente en la compañía en la medida en que cuenta con endeudamiento a tasa fija y su cuantía es poco significativa en relación con el tamaño de sus activos.

En relación con el riesgo de tipo de cambio, la empresa muestra una exposición cambiaria principalmente a las fluctuaciones del dólar estadounidense, en la medida que cuenta con un pasivo neto de US\$ -61,2 MM.

Al respecto, la forma de mitigar dichos riesgos es a través de políticas que establecen que las operaciones se administren en función a su moneda funcional, para lo cual se utilizan contratos

*forward* para gestionar los flujos de efectivo hasta en un plazo de dieciocho meses, principalmente por exportaciones y compra de inventarios.

## **1.2. Riesgos no financieros**

A partir del análisis estratégico realizado, se desprende que Backus enfrenta diversos riesgos no financieros por factores externos e internos, entre los cuales destacan principalmente:

- La inestabilidad económica y política puede afectar el desempeño de la compañía y, por consiguiente, la capacidad de generar valor para los accionistas. Los datos de la economía peruana aún no muestran señales claras de recuperación lo cual se agudiza con la crisis política, generando ruido en las expectativas de inversión y de consumo por parte de las empresas y familias. Se ha asignado una probabilidad media de ocurrencia con un impacto moderado en el desempeño de la empresa. Un mitigante que la empresa estaría desarrollando es el fortalecimiento de las exportaciones.
- La materialización de una legislación antimonopolio afectaría directamente el poder de mercado de la compañía y las ventajas obtenidas sobre la base de dicha posición de dominio como las economías de escalas, eficiencia en costos, canales de distribución, entre otros. En el mundo actual, diversos países vienen revisando la regulación aplicable a prácticas no competitivas, por lo que se mantiene el riesgo latente. Asimismo, las discusiones a nivel local para regular las fusiones y adquisiciones podrían constituir un precedente en materia de este riesgo identificado. Se ha asignado una probabilidad media a este factor y se considera como el riesgo más importante que enfrenta la compañía. Como mitigante, la empresa muestra un activo rol de responsabilidad social corporativa con sus principales *stakeholders*, lo cual le permitiría establecer alianzas informales que ejerzan presión para evitar una normativa contraria a sus intereses.
- El efecto de otros licores sustitutos podría afectar la participación de mercado y la generación de ingresos. Si bien el *market share* de otros licores como el pisco viene incrementándose paulatinamente, la cerveza se mantiene como la bebida preferida de la población peruana. Además, existe aún una brecha significativa en el consumo per cápita de cerveza con relación a los países desarrollados (Estados Unidos) y a los principales referentes comparables en Latinoamérica como México y Brasil. A este riesgo se le asigna una probabilidad baja de severidad media. Un mitigante lo constituye la constante publicidad y posicionamiento de la empresa para incentivar el consumo de cerveza.

- El cambio, en la política tributaria aplicable a las bebidas alcohólicas podría desincentivar el consumo de cervezas y las ganancias de la compañía.

A partir de su identificación, y según la probabilidad de ocurrencia y severidad, se ha elaborado una matriz con los potenciales riesgos categorizados, así como también el mapa de probabilidad de ocurrencia y severidad, los que se muestran en el anexo 19.

## **Capítulo VI. Valorización**

### **1. Método del flujo descontado (DCF)**

El valor de las acciones de una empresa –suponiendo su continuidad– proviene de la capacidad de esta para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Por consiguiente, el método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados (Fernández 2000: 23).

El valor fundamental de Backus ha sido estimado por dicha metodología de flujos de caja libres para la empresa, para lo cual se han considerado como principales *inputs* los siguientes: (i) los supuestos que subyacen a la proyección del modelo financiero y, (ii) la estimación de la tasa de descuento relevante considerando el sector en el que se desempeña la empresa.

### **2. Supuestos del modelo financiero utilizado para la valorización DCF**

En términos generales, para el modelamiento y proyección de ingresos futuros de Backus, se ha utilizado un enfoque *top-down*<sup>11</sup>, tomando en consideración el desempeño de variables macroeconómicas relevantes como el consumo privado y la inflación, y su relación con el desempeño histórico de las ventas de Backus.

Por otro lado, con relación a la estructura de costos y gastos, se ha partido del análisis de su comportamiento fijo o variable para realizar proyecciones principalmente sobre la base de criterios como (i) las variaciones históricas observadas, (ii) los ajustes por inflación, (iii) la

---

<sup>11</sup> Las proyecciones de ingresos de una compañía pueden abordarse desde dos perspectivas: i) las proyecciones *top-down* en el que se considera el entorno económico y sectorial general en el que la empresa opera y, ii) el enfoque *bottom-up* que se basa en las características de operación y financieras propias de la compañía para realizar las estimaciones futuras.

correlación con el nivel de ventas, (iv) la consistencia de los márgenes financieros y (v) las tendencias evidenciadas de cifras e inductores de valor<sup>12</sup>.

En cuanto al Capex, se asumen inversiones netas que se condicen con los niveles históricos identificados, principalmente para reposición y respaldo del incremento de ventas. Además, entre los años 2021 y 2023, se consideran inversiones adicionales en ampliaciones de capacidad para soportar el crecimiento futuro de la producción.

Las estimaciones del capital de trabajo<sup>13</sup> toman en consideración los días promedio de cobro y pago más recientes de las principales cuentas del activo y pasivo corrientes, de acuerdo con las mejoras observadas en el ciclo de conversión de efectivo atribuibles a cambios en la gestión con el nuevo accionista.

Asimismo, es pertinente precisar que las estimaciones de los principales rubros del flujo de caja libre incorporan elementos de valoración cualitativa en relación a la influencia e impactos de la estrategia empresarial impartida por AB InBev a partir de la incorporación de Backus a dicha transnacional. Al respecto, se reconocen como fortalezas del grupo aspectos como las políticas y lineamientos orientados a resultados, la optimización de los márgenes de operación, la implementación de economías de escala y el aprovechamiento de sinergias corporativas. Este enfoque permitiría incorporar los elementos estratégicos y tácticos que se vislumbran a partir de la fusión. La tabla 13 detalla los principales supuestos de la valorización por flujos descontados.

**Tabla 13. Supuestos para la valorización DCF**

<b>Supuestos generales</b>	
Período base	Anual
Estados financieros	Se ha utilizado los Estados Financieros Consolidados de Backus para el período 2014-2017.
Moneda	La proyección se ha realizado en soles, que es la moneda funcional para Backus.
Años de proyección	El período de proyección abarca desde el año 2018 al 2027 (10 años).
<b>Principales variables macroeconómicas</b>	
Inflación (%)	En el largo plazo la inflación se estima en torno a su target meta de 2,0 %
Consumo Privado (var % real)	Crecimiento de 3,8 % a partir de 2019. Fuente BCRP.

<sup>12</sup> Un inductor de valor es un indicador que muestra los componentes de la operación del negocio que por tener relación causa-efecto unos con otros, muestran en su resultado el porqué de su aumento o disminución en las cifras que son producto de las decisiones tomadas.

<sup>13</sup> Las técnicas más utilizadas para las proyecciones del capital de trabajo, en ausencia de una opinión específica, son establecidas en función de un promedio histórico que persistirá en el futuro o en base al desempeño reciente, que puede implicar la adopción de nuevas políticas de la compañía, como es el caso de Backus a partir de la fusión con el grupo AB InBev.



Tasa de crecimiento a perpetuidad "g"	Tasa utilizada por el grupo AB InBev (Belgian Offer Prospectus) $g = 3,25\%$
<b>Ingresos</b>	
Ingresos por ventas core	Se proyectan los ingresos futuros a partir de la correlación histórica entre el consumo privado (var % nominal) y las ventas core de Backus (var % nominal). Coeficiente de correlación = 73 %.
Otros ingresos operacionales	Provenientes del servicio de transportes principalmente, alquileres, venta de maíz y materiales, representan en promedio 1,5 % del total de las ventas y muestran estabilidad en el tiempo.
<b>Márgenes de operación</b>	
Margen de costos fijos	<p>Los costos fijos comprenden principalmente los gastos de personal y los gastos de servicios con terceros. En el primer caso, se considera un CAGR de los últimos tres (3) años, factor que incorpora la inflación y eventuales ajustes de personal y salariales en el marco de la reciente reorganización de la compañía.</p> <p>Los gastos por servicios con terceros se mantienen en torno a 20 % del total de ingresos (similar al 2017), indicador que ha mejorado post-fusión.</p> <p>Considerando estos ajustes, el margen de costos fijos se mantiene entre 35 % y 37 % de las ventas en el período 2018-2027, el mismo que se muestra consistente con las mejoras alcanzadas en el 2017 y la estrategia de eficiencia financiera que caracteriza al grupo ABInBev.</p>
<b>Márgenes de operación</b>	
Margen de costos variables	Este margen comprende principalmente el costo de los insumos. Se utiliza el valor medio de 17 % de las ventas, lo cual responde a la aplicación del modelo de compras globales/regionales y de los servicios compartidos corporativos. Se asume que la relación con el nivel de ventas se mantendrá similar al último año debido a las exigentes metas planteadas por la matriz.
Otros ingresos y gastos netos	Partidas extraordinarias mantienen el nivel del año 2017
Margen EBITDA	<p>Tras la evolución de los costos fijos y variables, se proyecta que en promedio se mantenga en un rango entre 46 % y 47 % en el período de proyección.</p> <p>Dicho margen guarda consistencia con el promedio alcanzado en los años previos y con los de AMBEV-Brasil que es uno de los principales referentes comparables en la región (43 % promedio en los últimos 2 años).</p>
Margen Neto	Se estima un margen neto promedio de 28 %. Dicho margen muestra una tendencia creciente desde el 2013 (salvo outlier en el 2016) cerrando el 2017 en 27,6 %. Se espera que las eficiencias y sinergias en costos experimentados a partir de la fusión así como el enfoque a resultados del holding, se reflejen en mantener y/o elevar dicho nivel del margen neto.
<b>Impuestos</b>	
Tasa de impuesto a la renta	Se considera la tasa efectiva promedio pagada en los últimos 4 años de 30,4 %, la cual muestra estabilidad y convergencia a la tasa normativa de impuesto a la renta vigente en el Perú.
<b>Capital de trabajo</b>	
Cuentas por cobrar comerciales	Se ha proyectado sobre una base de 20 días de cobro a los clientes. En los últimos años se evidencia que Backus viene reduciendo dicho período dada su posición de mercado. (2014:27d, 2015:23d, 2016:20d; 2017: 19d).
Inventarios	Se ha proyectado en base a los días promedio de inventario (53 días). Representan aproximadamente el 8 % del OPEX.
Cuentas por pagar comerciales	Entre el 2015 y 2016 los días de pago a proveedores se mantuvieron estables en 125 días. No obstante, el año 2017 se incrementó hasta 165 días. Se ha tomado este último dato reconociendo que BACKUS podría tener la estrategia de ampliar los plazos de repago con sus proveedores y ampliar su financiamiento espontáneo a partir de la consolidación de su posición de mercado.
<b>Inversiones</b>	
CAPEX	Se han considerado los niveles de reposición y mantenimiento que viene manteniendo Backus en los últimos años. Se asume además la inversión neta en ampliaciones será en los años 2021 y 2023 totalizando entre ambas aproximadamente S/ 600 MM.
<b>Financiamiento</b>	
Deuda	La posición de la deuda en relación con el total de activos representa menos del 1 %. (6,31 % en relación con el capital). Se prevé se mantengan similares niveles de deuda por renovación e incrementos acorde con años de mayor Capex No existen previsiones de tomar deuda de mercado.

Fuente: Elaboración propia 2018

### **3. Cálculo de la tasa de descuento (WACC)**

Para el periodo de análisis que va desde 2018 hasta 2027 se ha considerado una tasa de descuento en soles de 10,22 % que ha sido obtenida mediante la metodología *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) que se estima ponderando el costo de oportunidad de capital obtenido a través del modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) y el costo del endeudamiento; para estos cálculos se han utilizado inputs indicados en la tabla 14. En el anexo 20 se muestra el detalle de los componentes.

**Tabla 14. Cálculo del WACC de Backus**

Concepto	Valor
Beta sin Apalancamiento	0,75
Tasa Impositiva	30,37 %
Ratio Deuda Financiera / Capital*	6,31 %
Beta Apalancado	0,78
Prima por Riesgo de Mercado	4,56 %
Tasa Libre de Riesgo EE.UU.	2,41 %
Riesgo Perú (EMBI X Lambda)	2,55 %
<b>Costo del patrimonio</b>	<b>8,53 %</b>
Tasa Promedio Deuda (Kd)	5,78 %
Peso de la deuda	5,94 %
Peso del patrimonio	94,06 %
<b>Weighted Average Cost of Capital (USD)</b>	<b>8,26 %</b>
<b>Weighted Average Cost of Capital (PEN)</b>	<b>10,22 %</b>
*(Inf. Contable)	

Fuente: Elaboración propia

Se considera que esta tasa refleja adecuadamente el costo de oportunidad que incorpora el riesgo de realizar una inversión estratégica en una compañía como Backus.

#### 4. Cálculo del beta

El modelo CAPM utilizado para el cálculo del WACC, expresa a través del beta, el riesgo de un activo en relación al mercado (riesgo no diversificable). Para la obtención del beta desapalancado se ha utilizado la metodología *pureplay* que será desplegada el anexo 20. Asimismo, en el anexo 21 se detalla la sensibilidad para el cálculo del beta, tomando para ello distintos horizontes temporales y frecuencias.

#### 5. Valor estimado

El valor estimado de la compañía por el método de flujos de caja libre es S/ 24.239 MM, el cual es resultado del desempeño de los siguientes aspectos clave: (i) el crecimiento de los ingresos acorde con una empresa madura (4,0 % promedio por año), (ii) el mantenimiento y mejora de los márgenes de rentabilidad post-fusión (margen neto entre 28 % - 29 %), y (iii) inversión neta acorde con los niveles proyectados de ventas que incluye ampliaciones para mejora de capacidad instalada e inversiones adicionales por S/ 300 MM en los años 2021 y 2023.

**Tabla 15. Flujo de caja y valor patrimonial**

<b>FLUJO DE CAJA (S/ MM)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Ingresos	5,231	5,444	5,667	5,880	6,101	6,330	6,568	6,814	7,070	7,336
OPEX	-2,808	-2,911	-3,018	-3,122	-3,230	-3,342	-3,458	-3,578	-3,702	-3,831
<b>EBITDA</b>	<b>2,423</b>	<b>2,533</b>	<b>2,649</b>	<b>2,757</b>	<b>2,870</b>	<b>2,988</b>	<b>3,110</b>	<b>3,236</b>	<b>3,368</b>	<b>3,505</b>
CAPEX	-228	-288	-300	-611	-323	-635	-347	-360	-374	-388
Impuesto a la renta	-642	-670	-707	-748	-783	-814	-842	-872	-906	-940
Δ Capital de trabajo	-83	43	35	30	38	43	48	48	49	52
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>1,470</b>	<b>1,618</b>	<b>1,677</b>	<b>1,429</b>	<b>1,803</b>	<b>1,582</b>	<b>1,968</b>	<b>2,052</b>	<b>2,137</b>	<b>2,229</b>
Tasa de crecimiento a perpetuidad	3.25%									
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>									
Valor terminal (S/ MM)	33,014									
Valor Presente FCFF	<b>10,548</b>									
Valor terminal actualizado	<b>12,477</b>									
Cash	1,337									
Deuda	122									
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>24,239</b>									

Fuente: Elaboración propia

En relación con el cálculo de la prima de control, cabe precisar que el concepto de control en una empresa se refiere a la capacidad de un accionista a influenciar en la toma de decisiones estratégicas de la sociedad. Existen diferentes estudios que sustentan que el mercado le asigna cierto valor o prima al control. Esta prima difiere en gran medida entre economías, momentos en el tiempo e incluso entre sectores; concluyendo que no existe uniformidad para valorizar esta prima y tiene un valor posible de ser estimado empíricamente (Macro Invest 2017: 158-160).

En ese sentido, utilizando el grado de relación identificada<sup>14</sup> que recoge los efectos de la prima de control entre los tres tipos de acciones de Backus en el informe de valorización de Macroinvest (2017), a partir del valor de la compañía estimado para el año base, se desprende un valor para la acción A de S/ 224,2, para la acción B un valor de S/ 134,0 y para la acción de inversión un valor de S/ 12,2. Al cierre de 2017, la acción común A registró una cotización de cierre en la BVL de S/ 240, mientras que la acción B alcanzó un cierre de S/ 191. No obstante, cabe precisar que dicha información es referencial dada la baja liquidez de las acciones de Backus en la BVL.

## 5.1. Otras valorizaciones referenciales

### 5.1.1. Informe de valorización de Macroinvest (mar-17)

Sobre base a la valorización realizada por la empresa de consultoría Macroinvest a marzo 2017, preparada para AB InBev y la Superintendencia del Mercado de Valores en el marco del proceso para “La determinación del precio mínimo a ser tomado en cuenta por AB InBev en la Oferta

<sup>14</sup> Valor de acción A= 1,84x del valor de acción de inversión I. Valor de acción B = 1,10x del valor de acción I.

Pública de Adquisición sobre las acciones comunes con derecho a voto emitidas por Backus”, se observa lo siguiente:

**Tabla 16. Informe de valorización de Macroinvest**

	<b>Valorización DCF (S/ MM)</b>	<b>WACC (%)</b>
Macroinvest- Mar 2017	19.371	11,33 %
Tesis AAP <sup>15</sup> – Dic 2017	24.239	10,22 %

Fuente: Elaboración propia

Cabe precisar que la valorización de Macroinvest no recoge efectos potenciales de la fusión con AB InBev, y utiliza un WACC más alto. De aplicar este WACC a la valorización AAP, el valor final obtenido es de S/ 20,981 MM, cifra 8 % mayor que la valorización obtenida por Macroinvest, y revelaría una primera aproximación de los efectos de creación de valor de la fusión.

### **5.1.2. Estimaciones empíricas**

El EBITDA de Backus representa el 3,34 % del EBITDA total de la corporación AB InBev. A partir de dicha contribución, se podría inferir de manera genérica, práctica y rápida que el valor de Backus guardaría la misma relación con el valor de mercado del holding. Así, con datos al cierre de diciembre de 2017, la capitalización de mercado de AB InBev alcanzó un total de US\$ 226.076 MM. Con esta referencia, la valorización de Backus a esa fecha alcanzó un total expresado en soles de 24.435 MM, cifra que se encuentra dentro de los rangos de sensibilidad estimados para el valor de la compañía.

## **6. Análisis de sensibilidad**

### **6.1.Sensibilidad al crecimiento de los ingresos**

Las proyecciones del escenario base contemplan un enfoque moderado para el crecimiento de los ingresos, ya que consideran un factor de ajuste suavizado<sup>16</sup> para la estimación de las ventas de Backus vinculadas a la evolución del consumo interno.

<sup>15</sup> Tesis Alvarado, Alvarado y Pinedo 2019

<sup>16</sup> Factor Var% Ventas Backus / Var% Consumo Interno = 0.6.

No obstante, es posible que a partir de un mayor impulso por el lado de la actividad económica (impulso externo) o a través de una estrategia comercial más agresiva (impulso interno), el crecimiento de los ingresos se realice a un mayor ritmo y, por tanto, afecte al valor estimado de la compañía.

La tabla 17 muestra la sensibilidad de la valorización obtenida frente a diferentes escenarios de crecimiento de los ingresos; estos mantienen constantes el resto de las variables (*ceteris paribus*):

**Tabla 17. Sensibilidad a tasa de crecimiento de los ingresos**

Tasa de crecimiento promedio de ingresos	Valor estimado de Backus
Escenario conservador: 3,0 %	S/ 21.916 MM
Escenario base: 4,0 %	S/ 24.239 MM
Escenario optimista: 6,0 %	S/ 29.755 MM

Fuente: Elaboración propia

## 6.2.Sensibilidad al WACC y a la tasa de crecimiento a perpetuidad (g)

Otros factores que hacen sensibles los flujos de caja son la tasa de descuento (WACC) y la tasa de crecimiento a perpetuidad (g).

Así, considerando el WACC constante de 10.22%, el rango identificado para distintos niveles de la tasa de crecimiento la perpetuidad, el valor de la compañía se ubica entre S/ 22,214 MM y S/ 25,845.

Por otro lado, manteniendo constante la tasa a perpetuidad en 3.25%, para una variación del WACC entre 9.00% y 12.0% el valor de la compañía oscila entre S/29,284 y S/19,418 respectivamente.

La tabla 18 muestra un rango de desviación de -32.7% y +31.9% entre el valor más bajo y más alto alcanzado con relación al valor estimado de S/ 24,239 MM.

**Tabla 18. Sensibilidad ante WACC y g**

Valor de Backus en S/ MM		g = tasa de crecimiento largo plazo				
		2,00 %	2,50 %	3,25 %	3,50 %	4,00 %
WACC	12,00 %	18,270	18,693	19,418	19,688	20,279
	11,50 %	19,226	19,715	20,560	20,877	21,575

	<b>10,22 %</b>	22,214	22,945	24,239	24,735	25,845
	<b>9,50 %</b>	24,351	25,289	26,977	27,633	29,125
	<b>9,00 %</b>	26,097	27,225	29,284	30,095	31,961

Fuente: Elaboración propia 2018

## 7. Comparación con valorización por múltiplos

El presente método de valorización consiste en estimar el valor de la compañía a partir de múltiplos de empresas comparables cotizadas en bolsas de valores; los múltiplos que se han considerado son los siguientes:

- Enterprise Value / EBITDA, el mismo que expresa el valor de la compañía en términos del número de EBITDA
- *Price / Earnings* (PER), el mismo que mide cuantas veces la ganancia de la compañía representa el valor de su patrimonio. También se interpreta como el número de años que se tarda en recuperar la inversión realizada en un activo financiero.

Se ha tomado como referencia dos compañías cerveceras con características similares a Backus utilizando datos promedio de los años 2013–2017, esta técnica nos ha permitido suavizar los posibles *outliers* en la información de las comparables, las compañías cerveceras son:

- Ambev SA, compañía de origen brasilero que tiene presencia en varios países de Latinoamérica y Canadá con marcas de cervezas, gaseosas y bebidas no carbonatadas.
- Compañía Cervecerías Unidas SA, compañía de origen chileno que tiene presencia en ventas en diversos países de Latinoamérica tanto en bebidas alcohólicas como no alcohólicas.

El desarrollo del cálculo se presenta en el anexo 22 y muestra los resultados que se presentan en la tabla 19.

**Tabla 19. Valorización por múltiplos Latam promedio 2013 – 2017**

Metodología	Valor en S/ MM
Price / Earnings	33,286
EV / Ebitda	29,033
<b>Promedio</b>	<b>31.160</b>

Fuente: Elaboración propia 2018

A partir de los valores obtenidos, se toma como el referente relevante al múltiplo EV/Ebitda, por considerarlo un múltiplo más consistente, de mayor uso por parte del mercado, y alineado con las valorizaciones de referencia utilizadas. Asimismo, se han estimado los siguientes valores para las acciones comunes (A), preferentes (B) y de inversión (I): A: S/ 268,5, B: S/ 160,5 e I: S/ 14,6, respetándose el criterio previamente establecido para la prima de control.

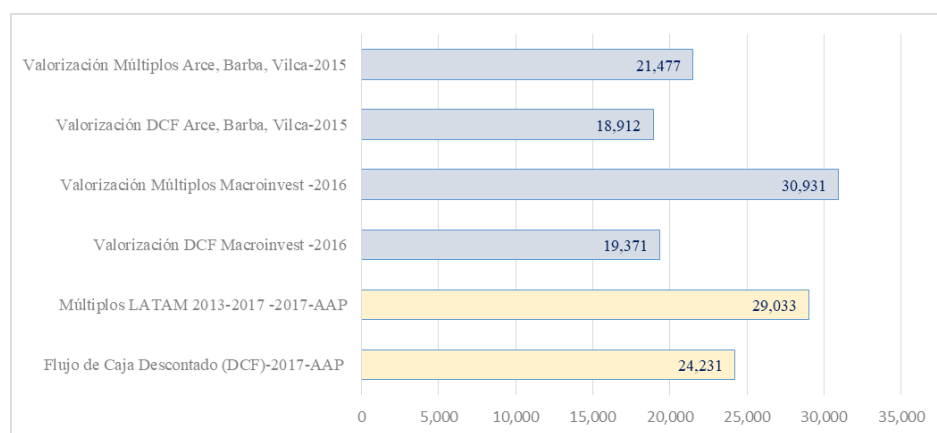


## 7.1. Análisis comparado de valorizaciones

El presente acápite presenta el comparativo de distintas y recientes valorizaciones realizadas para Backus.

Así, de forma adicional a los resultados obtenidos en este trabajo vía los métodos DCF y múltiplos comparables (EV/EBITDA), se han considerado dos informes de carácter público: (i) la valorización realizada por la empresa de consultoría MacroInvest a marzo 2017, preparada para AB InBev y la Superintendencia del Mercado de Valores en el marco del proceso para “la determinación del precio mínimo a ser tomado en cuenta por AB In Bev en la Oferta Pública de Adquisición sobre las acciones comunes con derecho a voto emitidas por Backus” y (ii) el trabajo de investigación de Arce, Barba y Vilca sobre la valorización de Backus al año 2015 para sustentar el grado de Magíster en Finanzas. El gráfico 11 muestra los resultados comparados

**Gráfico 11. Resumen de valorizaciones comparadas**



Fuente: Elaboración propia 2018

## Conclusiones y recomendaciones

### 1. Conclusiones

- El mercado peruano de cerveza muestra una tendencia creciente, la misma que viene guiada principalmente por el impulso de Backus que cuenta con el 99 % de participación en dicho sector. Asimismo, el consumo per cápita de cerveza local (46,1 litros), muestra un importante potencial de crecimiento dadas las brechas identificadas frente a referentes latinoamericanos como México (52,1 litros) y Brasil (64,9 litros).
- Backus se mantiene como una sólida compañía, con importantes fortalezas basadas en la experiencia de elaboración, producción, distribución de productos de calidad y amplia penetración de mercado, así como en el destacado posicionamiento de marca. Financieramente, cuenta con notables márgenes e indicadores de rentabilidad (margen neto promedio = 45 %), una buena generación de flujos de efectivo, así como una sostenida política de pago de dividendos en el tiempo.
- La incorporación como parte del grupo AB InBev, viene reflejando importantes cambios en la gestión de la compañía, que apuntan a mejorar su operatividad y eficiencia en el marco de un concepto de gestión global. Así, como aspectos relevantes destacan por el lado comercial la incorporación de marcas Premium con gran aceptación del mercado, mientras en términos de operatividad cobra importancia los modelos de compras corporativas y servicios compartidos.
- El análisis realizado constituye una de las primeras iniciativas que intenta incorporar los efectos de la fusión con el grupo transnacional belga-brasilero. Al respecto, se concluye que hay un impacto positivo en el valor de la compañía, ya que al compararla con valorizaciones recientes - dentro de un aceptable margen de fiabilidad- hay una diferencia que vendría explicada por los cambios cualitativos y cuantitativos provenientes de la nueva estrategia impuesta por el *holding*.
- Asimismo, cabe precisar que la cotización de las acciones de Backus, al ser instrumentos no líquidos (frecuencia de negociación menor al 8 % el 2017), muestra importantes limitaciones para efectuar comparaciones con el valor global obtenido para el patrimonio de la compañía.

- No obstante, se obtuvieron valores referenciales para los tres tipos de acciones bajo las metodologías de flujos de caja descontado y múltiplos, reconociendo las diferencias por prima de control. En el primer caso, se estimaron los siguientes valores: A: S/ 224,2, B: S/ 134,0 e I: S/ 12,2; y en el segundo método los valores obtenidos fueron A: S/ 268,5, B: S/ 160,5 e I: S/ 14,6.

## 2. Recomendaciones

Tomar una posición larga en acciones de Backus. Si bien su baja liquidez en la BVL no permite que el precio en el día a día refleje el potencial de valor con el que cuenta la compañía, se considera que a largo plazo resulta una inversión estratégica. A continuación, se presentan los principales aspectos que respaldan dicha recomendación:

- Importantes brechas del consumo per-cápita de cerveza con países de idiosincrasias similares a las del Perú, constituyen una oportunidad para expandir el mercado y –por ende sus ingresos– en su calidad de cuasi-monopolio.
- Gran oportunidad para desarrollar el segmento de marcas Premium, nicho de creciente aceptación en la población juvenil, apoyándose en la estrategia de *branding* corporativo impulsada por la casa matriz.
- Amplio potencial para aprovechar sinergias con el *holding*, en términos de centralización de operaciones estratégicas y descentralización de funciones operativas. Nuevo modelo de gestión corporativa.
- Implementación de un modelo orientado a resultados, principalmente en términos de márgenes de rentabilidad y eficiencia financiera, que es signo distintivo del *holding* AB InBev.
- Atractiva política de dividendos. Backus tiene un alto ratio *dividend payout*, que supera el 92 % respecto de las utilidades.
- Potencial de crecimiento en el segmento de bebidas no alcohólicas, principalmente del agua embotellada, debido a las nuevas tendencias de vida saludable.
- Backus es una empresa que se caracteriza por la calidad, no solo del producto sino de todo el proceso. Fuerte imagen de tradición de la marca.

## **Bibliografía**

Pinto, J. & Henry, E. & Robinson, T. & Stowe, J. (2015). *Equity Asset Valuation* (3.ªed.). Hoboken: CFA Institute.

Berk, J. & De Marzo, P. (2008). *Finanzas Corporativas* (1.ªed.). Mexico: Pearson Education.

Fernández, P. (2000). *Valorización de Empresas* (1.ªed.). Barcelona: Ediciones Gestión 2000 S.A.

Martinez, E. (2004). *Finanzas Operativas II. Diagnóstico y Previsiones*. Madrid: IESE FN 471 Ediciones Gestión 2000 S.A.

Ross, S. & Westerfield, R. & Jaffie, J. (2012). *Finanzas Corporativas* (8.ªed.). New York: McGraw-Hill.

Gitman, L. & Zutter, C. (2015). *Principles of Managerial Finance* (14.ªed.). Pearson Education.

Sharfstein, D. & Stein, J. (1994). *A Framework for Risk Management*. Harvard Business Review.

Gordon, A. & Sharpe, W. & Bailey, J. (2003). *Fundamentos de Inversiones. Teoría y Práctica* (3.ªed.). Mexico: Pearson Educación.

Fernandez-Baca, Jorge (2009). *Mercados Financieros. Instituciones e Instrumentos* (1.ªed.). Lima: Universidad del Pacífico.

Porter, M. (2008). *Las cinco fuerzas competitivas que le dan forma a la estrategia*. Harvard Business Review.

Beltrán A. & Cueva H. (2013). *Evaluación privada de proyectos* (3.ªed.). Lima: Pearson – Universidad del Pacífico.

Sapag N. (2007). *Proyectos de Inversión. Formulación y Evaluación*. México: Pearson, Prentice Hall.

Del Sol, P. (2016). *Ganar por Suerte: Evaluación de Proyectos*. Santiago: Ediciones El Mercurio.

Croitoru, Alin (2017). “Schumpeter, Joseph Alois, 1939, Business Cycles: A Theoretical, Historical, and Statistical Analysis of the Capitalist Process, New York and London, McGraw – Hill Book Company Inc.”. En: *Journal of Comparative Research in Anthropology and Sociology*, vol. 8, núm 1. Disponible en: <<http://compaso.eu/wp-content/uploads/2017/09/Compaso2016-81-Croitoru.pdf>>.

Macro Invest (2017). *Determinación del precio mínimo a ser tomado en cuenta por Anheuser-Busch InBev SA/NV en la oferta pública de adquisición sobre las acciones comunes con derecho a voto emitidas por Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A.* Informe de Valorización preparado para AB InBev y la Superintendencia del Mercado de Valores.

Apoyo & Asociados. Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A. Informe Semestral - Primer Semestre 2017. Noviembre 2017. Lima, Perú.

Arce, C. & Barba, H. & Vilca, C. (2015). *Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A: Reporte de Valorización* (Trabajo de investigación de maestría). Universidad del Pacífico, Lima, Perú.

El Comercio (2017). “Conoce cómo se vive la nueva era de Backus & Johnston”. Sección Día 1. En: *Diario el Comercio*. 20 de abril de 2017. Fecha de consulta: 14/12/2018. <<https://elcomercio.pe/economia/dia-1/conoce-vive-nueva-backus-johnston-404543>>.

Unión de Cervecerías Backus y Johnston S.A.A. (2015). “Backus invierte S/. 202 millones en la Región Oriente y anuncia su Plan de Inversiones para los próximos meses por S/. 349 millones a nivel nacional”. En: *Portal Backus.pe*. 17 de julio de 2015. Fecha de consulta: 18/12/2018. <<http://backus.pe/backus-invierte-s-202-millones-en-la-region-oriental-y-anuncia-su-plan-de-inversiones-para-los-proximos-meses-por-s-349-millones-a-nivel-nacional>>.

Perú Retail (2015). “Backus anunció inversiones por S/.349 millones a marzo del 2016”. En: *Portal Perú Retail*. 5 de agosto de 2015. Fecha de consulta: 18/12/2018. <<https://www.peru-retail.com/backus-anuncio-inversiones-349-millones-2016>>.

El Comercio (2015). “AB Inbev cerró compra de SABMiller por US\$107.670 millones”. En: *Diario el Comercio*. 12 de noviembre de 2015. Fecha de consulta: 20/12/2018. <<https://elcomercio.pe/economia/mundo/ab-inbev-cerro-compra-sabmiller-us-107-670-millones-388954>>.

Semana Económica (2017). “Backus se reorganiza: el antes y el después de la compra de SAB Miller por AB InBev”. En: *Revista Semana Económica*. 22 de agosto de 2017. Fecha de consulta: 21/12/2018. <<http://semanaeconomica.com/article/management/gerencia/240886-backus-se-reorganiza-el-antes-y-el-despues-de-la-compra-de-sab-miller-por-ab-inbev/>>.

Backus (s.f.). Estados Financieros Auditados Consolidados UCP Backus. Años 2011- 2017.

Backus (s.f.). Memorias Anuales 2011-2017.

Backus (s.f.). <[www.backus.com.pe](http://www.backus.com.pe)>.

AB Inbev (s.f.). <[www.ab-inbev.com](http://www.ab-inbev.com)>.

Banco Central de Reserva del Perú (s.f.) <[www.bcrp.gob.pe](http://www.bcrp.gob.pe)>.

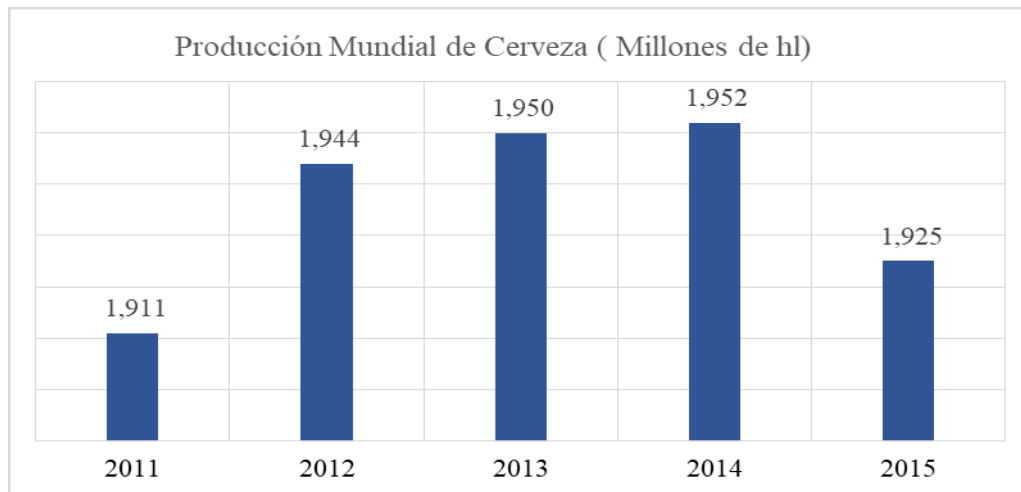
Damodaran (s.f.). <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>.

Superintendencia del Mercado de Valores (s.f.). <<http://www.smv.gob.pe/>>.

## **Anexos**

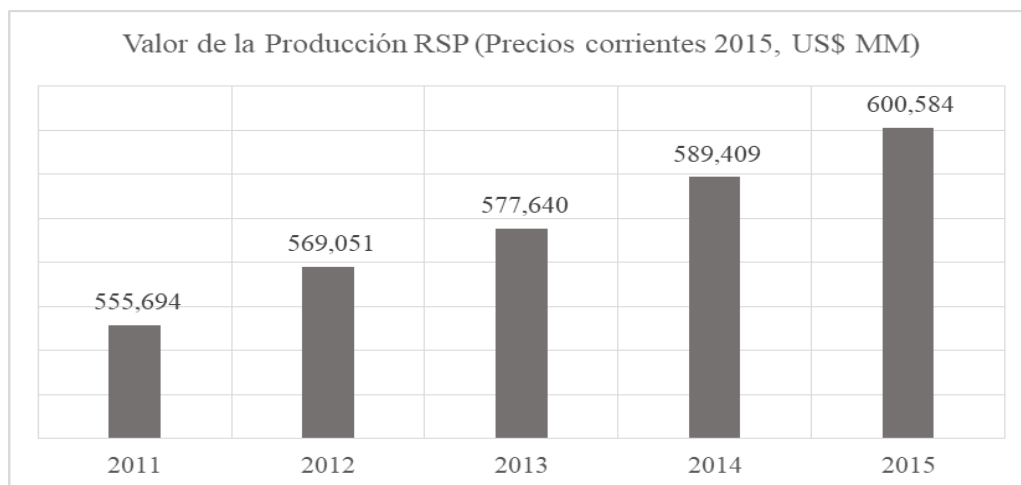
## Anexo 1. Producción mundial y por regiones de cerveza

Producción mundial de cerveza en millones de hl



Fuente: Elaboración Macro Invest

Producción mundial de cerveza en millones de US\$



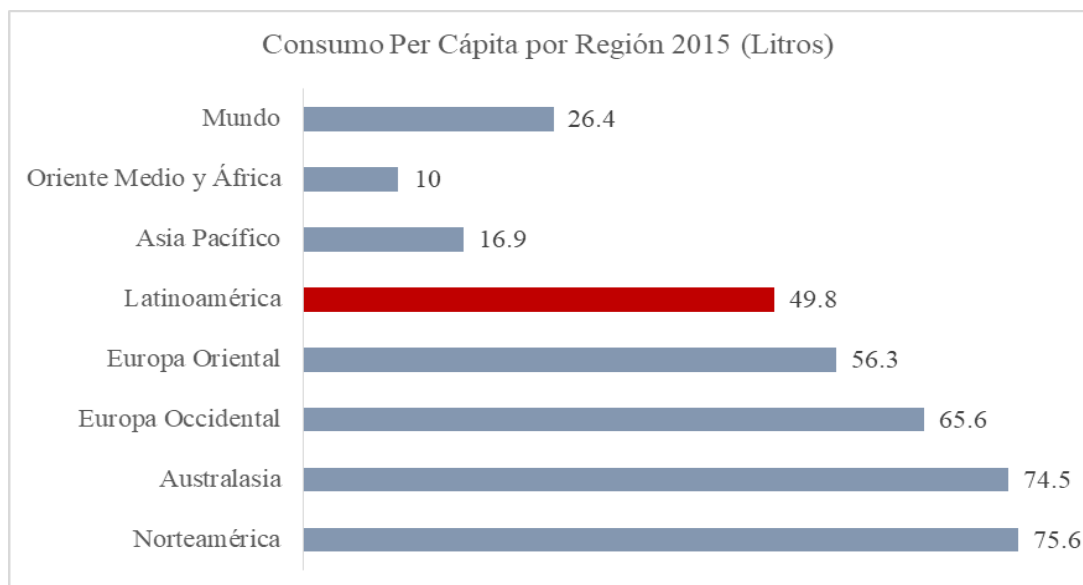
RSP: Retail Selling Price.

Fuente: Elaboración Macro Invest



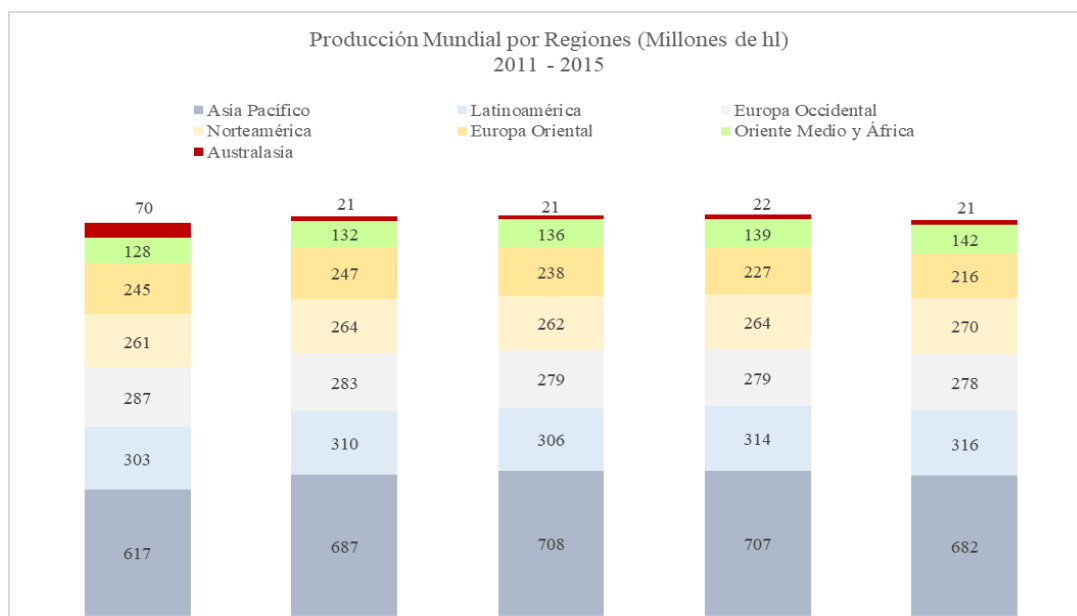
## Anexo 2. Consumo per cápita y producción mundial por regiones

### Consumo per cápita por región a 2015



Fuente: Elaboración Macro Invest

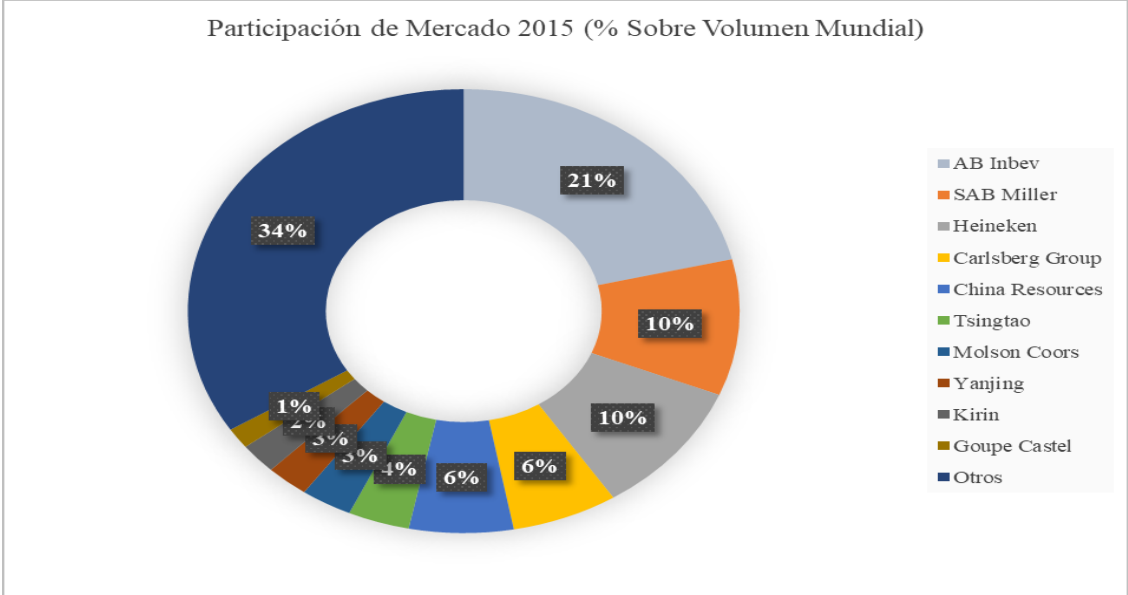
### Producción mundial por regiones 2011 - 2015



Fuente: Elaboración Macro Invest

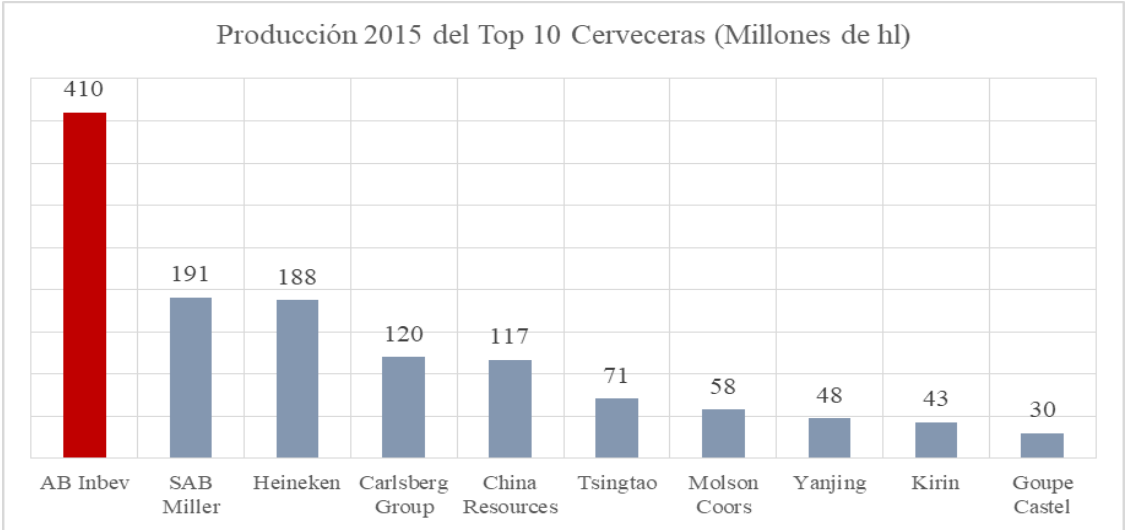
### Anexo 3. Principales compañías cerveceras y distribución de producción

#### Principales compañías cerveceras – participación de mercado %



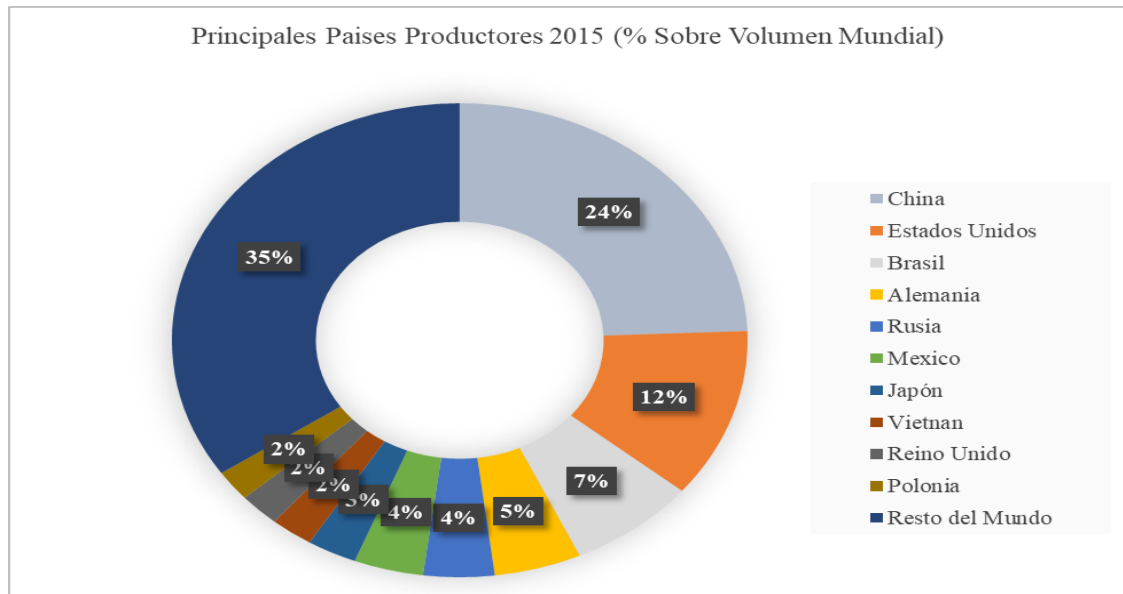
Fuente: Elaboración Macro Invest

#### Principales compañías cerveceras – producción en millones de hl



Fuente: Elaboración Macro Invest

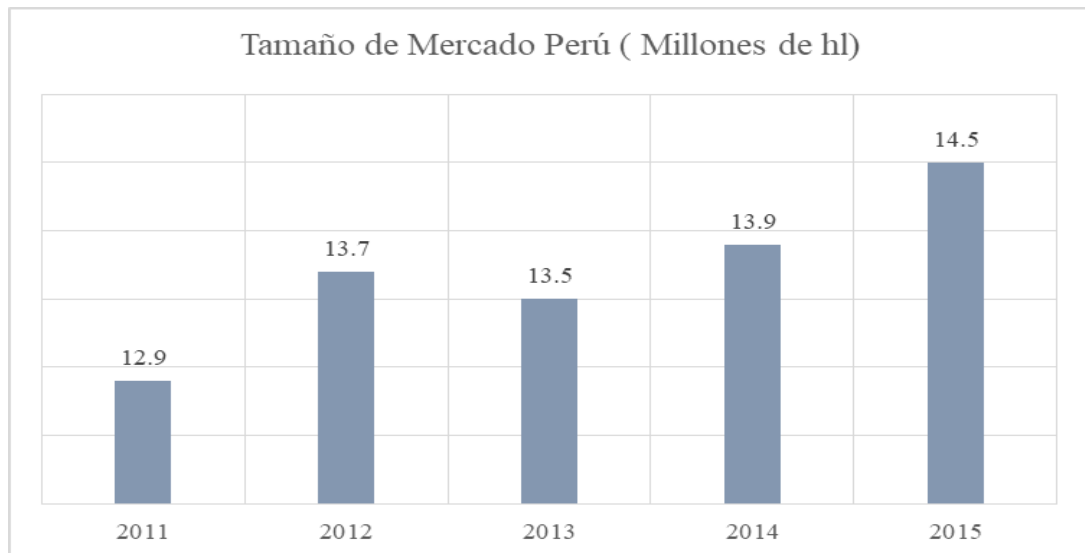
## Distribución de la producción por país



Fuente: Elaboración Macro Invest

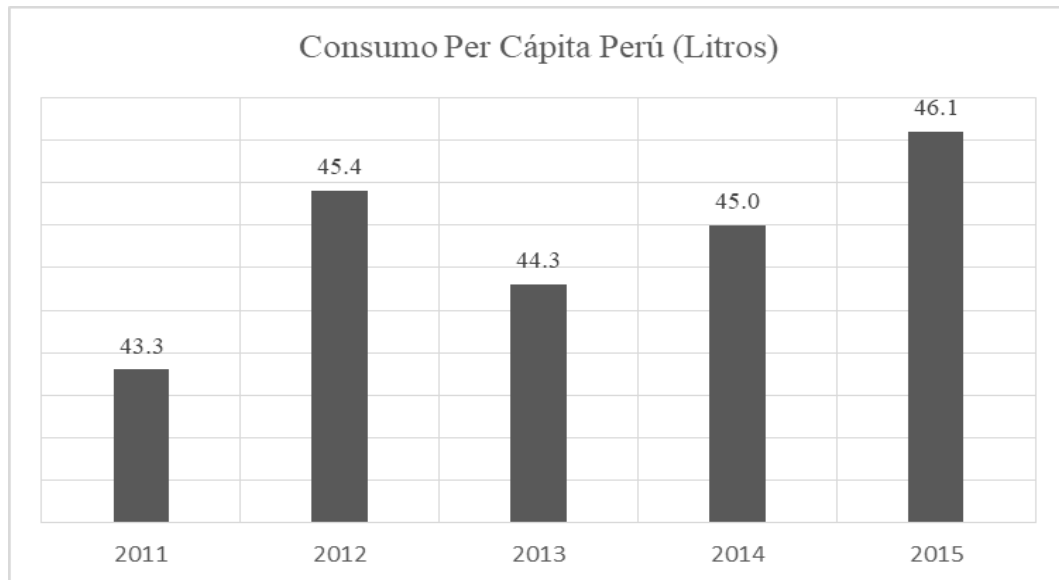
## Anexo 4. Producción de cerveza y consumo en el Perú y Latinoamérica

### Evolución de la producción de cerveza en el Perú



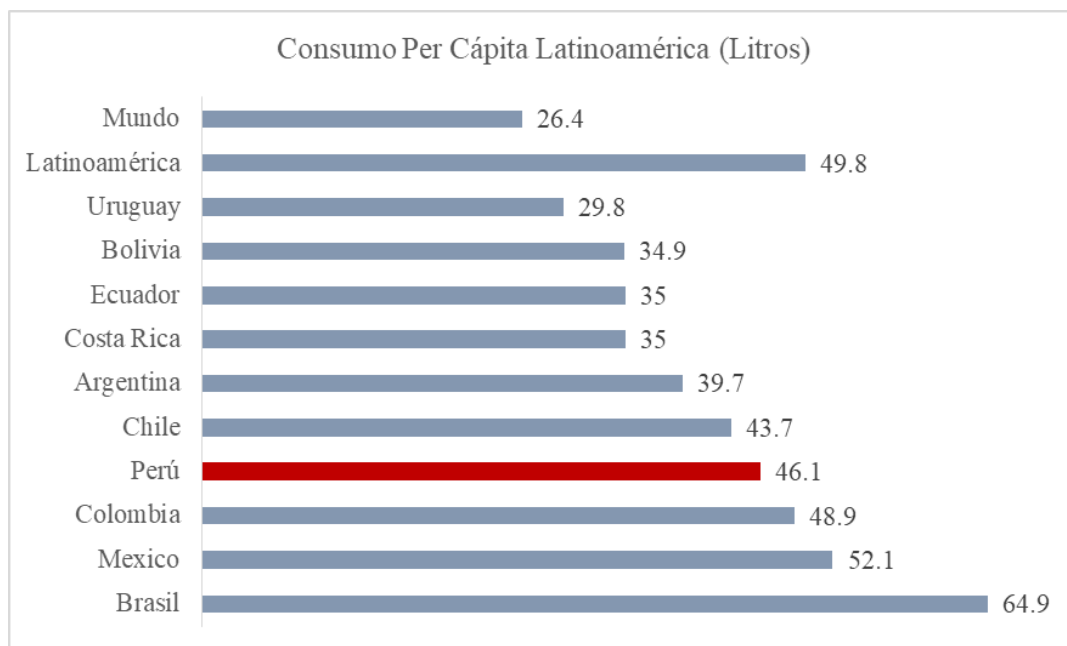
Fuente: Elaboración Macro Invest

### Evolución del consumo per cápita en el Perú



Fuente: Elaboración Macro Invest

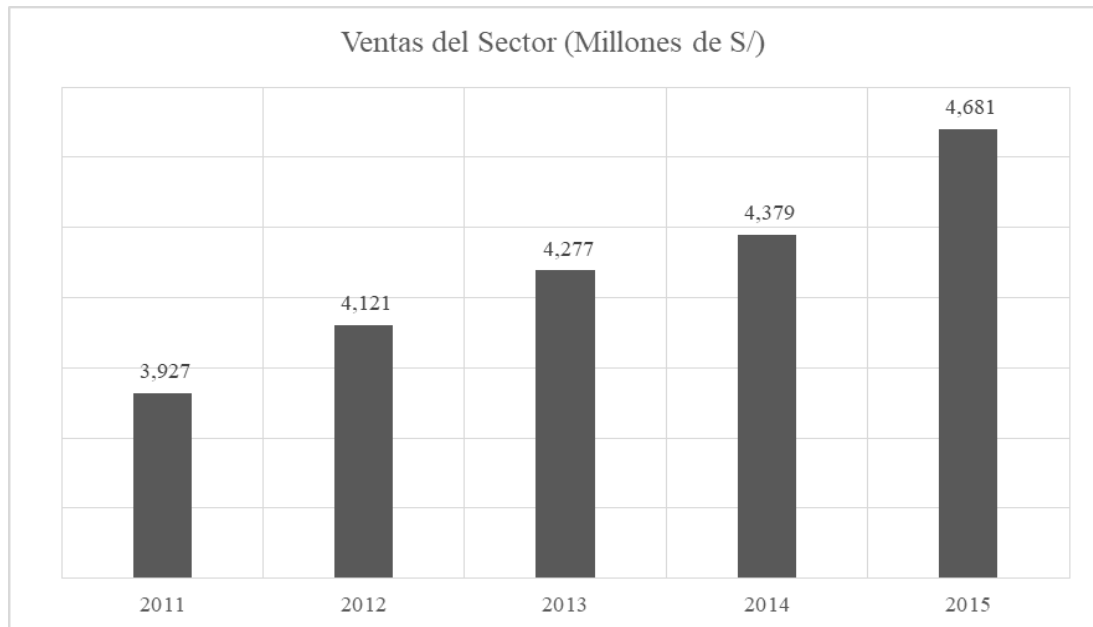
### Consumo de cerveza en los países latinoamericanos



Fuente: Elaboración Macro Invest

## Anexo 5. Crecimiento de las ventas en el mercado peruano

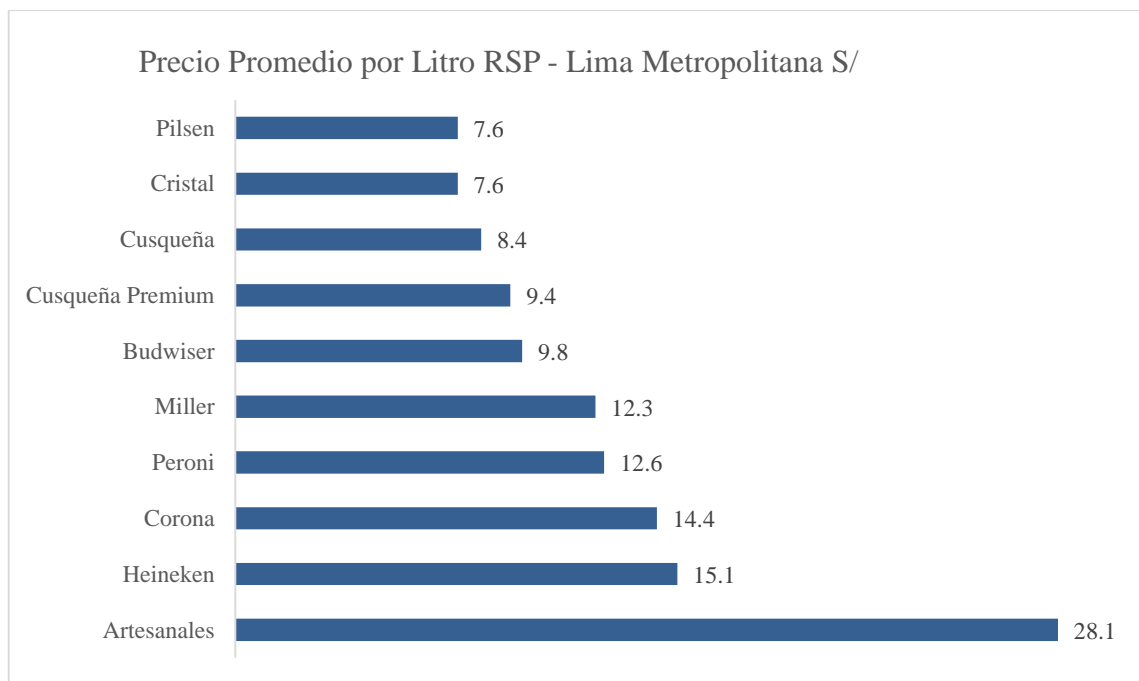
Crecimiento de las ventas en el mercado peruano



Fuente: Elaboración Macro Invest

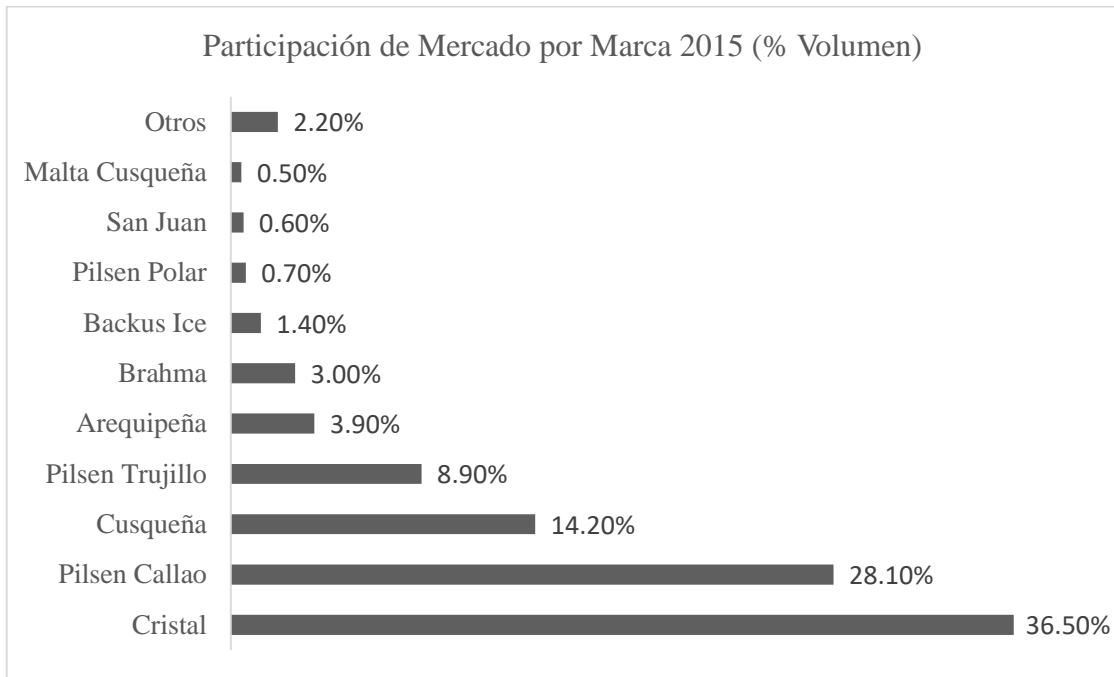
## Anexo 6. Precio y participación de mercado por marca de cerveza

Precio promedio de la cerveza en Lima Metropolitana 2015



Fuente: Elaboración Macro Invest

## Participación de mercado por marca 2015



Fuente: Elaboración Macro Invest

## Anexo 7. Principales hitos del desarrollo de Backus

Año	Historia
1876	Se funda en Lima, Perú la denominada "Fábrica de Hielo Sudamericana" por los americanos Jacobo Backus y J. Howard Johnston
1879	La fábrica cambia de nombre a "Cervecería y Fábrica de Hielo Backus y Johnston"
1889	Se funda la compañía en Londres como "Backus & Johnston Brewery Company Ltd"
1955	Un grupo de empresarios peruanos liderados por Ricardo Bentín, adquieren la compañía y la convierten en "Cervecería Backus y Johnston S.A."
1993	Se inaugura la Planta de Ate, una de las mas modernas de América, ampliando así la capacidad de planta instalada .
1994	Se adquiere el 62% de las acciones de su principal competidor: "Compañía Nacional de Cerveza S.A.". Además se ingresa al mercado de aguas y gaseosas.
1996	Con visión de futuro y buscando aprovechar sinergias, se fusionan "Cervecería Backus y Johnston S.A.", "Compañía Nacional de Cerveza S.A.", "Cervecería del Norte S.A." y "Sociedad Cervecera de Trujillo S.A.", creando "Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston"
2000	Se adquiere "Compañía Cervecera del Sur del Perú S.A." (Cervesur)
2002	El Grupo Empresarial Bavaria (USA) ingresa al accionariado de "Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A."
2005	"Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A." pasa a formar parte del segundo grupo cervecero mas grande a nivel mundial debido a la fusión entre SABMiller plc y el Grupo Empresarial Bavaria.
2016	"Unión de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston S.A.A." pasa a formar parte del primer grupo cervecero mas grande a nivel mundial debido a la fusión entre SABMiller plc y el AB InBev SA/NV.

Fuente: Memorias Anuales. Elaboración propia

## Anexo 8. Características y atributos de las principales marcas de Backus

Marca	Tipo	Amarga	Dulce	Nivel de alcohol	Atributo
Cristal	Lager Americana	3/5	2/5	4.8%	Identidad
Pilsen Callao	Lager	3/5	3/5	4.8%	Tradición
Cuzqueña	Lager	3/5	3/5	4.8%	Calidad
Negra	Dark lager	2/5	5/5	5.5%	Extra maduración
Roja	Lager	3/5	3/5	5.0%	Aromática
Trigo	Lager	2/5	4/5	4.9%	Naturalidad
Pilsen Trujillo	Lager	3/5	2/5	4.6%	Tradición Regional
Arequipeña	Pilsener	3/5	3/5	4.6%	Orgullo
Abraxas	Ale	3/5	3/5	7.0%	Extra Premium

Fuente: Backus. Elaboración propia

## Anexo 9. Capacidad de planta y distribuidoras de Backus

Capacidad Instalada (Millones de hl)						
Planta	Capacidad instalada	Inversión S/	Incremento	Capacidad actual	Capacidad utilizada	Capacidad disponible
Ate	6,1			6,1	5,25	0,85
Motupe	3,4			3,4	2,92	0,48
Arequipa	1,56			1,56	1,34	0,22
Cuzco	0,74			0,74	0,64	0,1
San Juan	1,05	200 MM	0,63	1,68	1,26	0,42
San Mateo	1,5			1,5	1,29	0,21
Total	14,35			14,98	12,7	2,28

Fuente: Elaboración propia

Planta	Producto	En Toneladas	
		Capacidad Instalada	Capacidad Utilizada
Maltería	Malta	89,000	76,540
	Maíz	64,500	55,470

Fuente: Elaboración propia

## Anexo 10. Empresas relacionadas, directorio y plana gerencial

### Empresas relacionadas con Backus

Razon Social	Objeto
ABInBev SA/NV	Corporación Financiera y Holding
ABInBev Southern Investments Limited	Inversionista
Bavaria S.A.	Elaboración, embotellado y comercialización de cerveza y bebidas gaseosas
Racetrack Perú S.R.L.	Holding
Cervecería San Juan S.A.	Producción y comercialización de cerveza, bebidas, aguas y jugos
Transportes 77 S.A.	Servicios de transporte y mantenimiento de vehículos
Naviera Oriente S.A.C.	Transporte fluvial y terrestre
Inmobiliaria IDE S.A.	Proyectos y negocios inmobiliarios
Club Sporting Cristal S.A.	Actividades deportivas
Backus Marcas y Patentes	Titular de la propiedad intangible (marcas y patentes)
Backus Servicios de Ventas S.A.C.	Venta telemática de productos y servicios
Backus Estrategia S.A.C	Prestación de servicios integrales de consultoría en la administración

Fuente: Memoria Anual 2017. Elaboración propia

Las cuatro primeras empresas relacionadas son los grupos económicos que constituyen los principales accionistas de Backus. Cervecería San Juan es una compañía que produce y distribuye diferentes cervezas de Backus como Pilsen Callao, Cristal y San Juan. Transportes 77 y Naviera Oriente funcionan como operadores logísticos en la distribución de los productos terminados. Inmobiliaria IDE y Club Sporting Cristal no están relacionadas a la actividad comercial de Backus y, finalmente, las tres últimas empresas fueron creadas luego de la última adquisición para encargarse de la gestión de la empresa.

### Directorio y plana gerencial al cierre del año 2017

DIRECTORIO			
Nombre	Nacionalidad	Cargo	Fecha de Incorporación
ALVAREZ ESCOBAR, RAFAEL ESTEBAN	COLOMBIA	PRESIDENTE DEL DIRECTORIO	31/01/2017
FRANGATOS PIRES MOREIRA, RICARDO MANUEL	PORTUGAL	VICEPRESIDENTE DEL DIRECTORIO	31/01/2017
BERRIOS PARDO, JUAN ERNESTO	BOLIVIA	DIRECTOR	28/02/2017
GRAHAM AYLLON DE ESPINOZA, CARMEN ROSA	PERU	DIRECTOR	31/01/2017
MEYER MATTOS, RICARDO LINCOLN	BRASIL	DIRECTOR	5/12/2016
SAENZ RABANAL, MARIA JULIA	PERU	DIRECTOR	28/02/2017
ZALDIVAR GARCIA, MARCO ANTONIO	PERU	DIRECTOR	31/01/2017

PLANA GERENCIAL			
Nombre	Nacionalidad	Cargo	Fecha de Incorporación
ALVAREZ ESCOBAR, RAFAEL ESTEBAN	PERU	GERENTE GENERAL	9/08/2017
BERRIOS PARDO, JUAN ERNESTO	BOLIVIA	GERENTE DE FINANZAS	31/01/2017
CARRILLO RIOS, CARLOS ANDRES	COLOMBIA	GERENTE DE LOGISTICA	31/01/2017
LEON CANTELLA, BERNARDO	PERU	GERENTE DE MARKETING	31/01/2017
MA YCA VASQUEZ, JOSE ANTONIO	PERU	GERENTE DE SUPPLY	31/01/2017
SAENZ RABANAL, MARIA JULIA	PERU	GERENTE LEGAL Y DE AACC	31/01/2017
SILVA ARISTI, CARLA GIANELLA	PERU	GERENTE DE PEOPLE	31/01/2017



Fuente: SMV. Elaboración propia

### **Anexo 11. Datos bursátiles de acciones tipo A y tipo B de Backus**

#### **Datos Bursátiles BACKUAC1**

<b>Años</b>	<b>Acción de Backus - BACKUAC1</b>				
	<b>Volumen S/ MM</b>	<b>N° Operaciones</b>	<b>Frecuencia (%)</b>	<b>Cierre</b>	<b>Promedio</b>
2014	2.4	50	10.71	119.2	120.1
2015	2.1	89	18.55	129.1	121
2016	2.1	64	11.6	175	136.3
2017	25,3	113	7.97	240	284.1

Fuente: BVL. Elaboración propia

#### **Datos Bursátiles BACKUBC1**

<b>Años</b>	<b>Acción de Backus - BACKUBC1</b>				
	<b>Volumen S/ MM</b>	<b>N° Operaciones</b>	<b>Frecuencia (%)</b>	<b>Cierre</b>	<b>Promedio</b>
2014	0.6	51	10.71	125	127.8
2015	3.0	74	12.9	124	129.2
2016	7.2	93	16.4	158	144.9
2017	16.1	115	21.1	191	164

Fuente: BVL. Elaboración propia

## Anexo 12. Cumplimiento de los principios del código de Buen Gobierno Corporativo

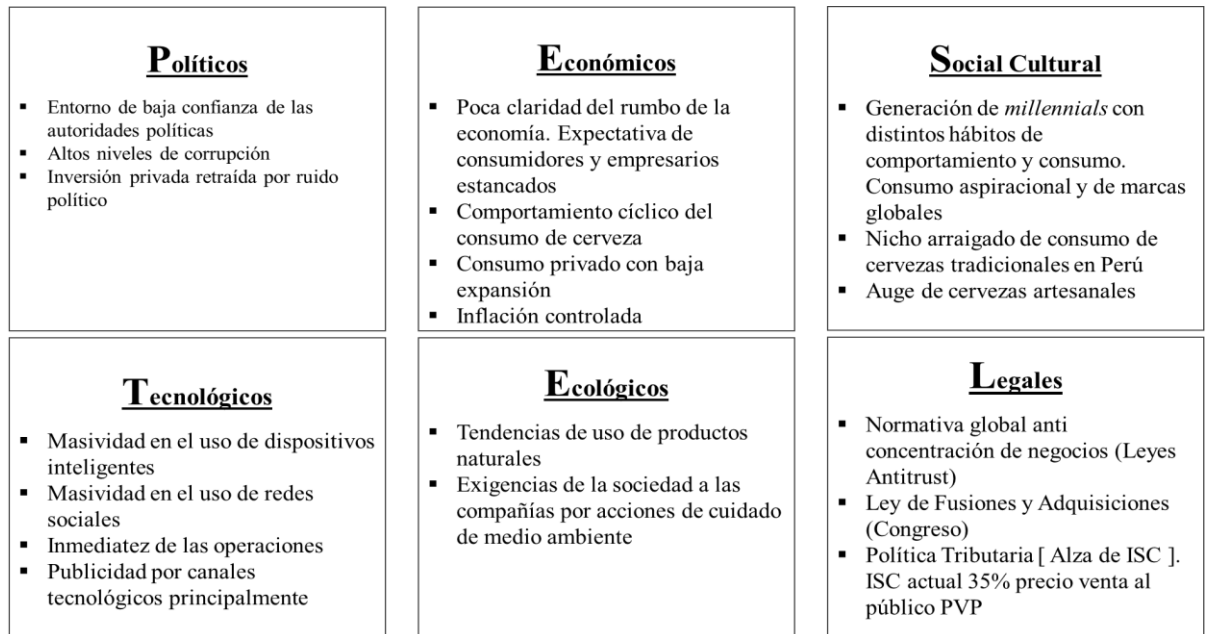
EVALUACIÓN DEL CUMPLIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DEL CÓDIGO DE BUEN GOBIERNO CORPORATIVO PARA LAS SOCIEDADES PERUANAS		
<b>PILAR I: DERECHO DE LOS ACCIONISTAS</b>		
<b>Principio 1: Paridad de trato</b>		
1 ¿La Sociedad reconoce en su actuación un trato igualitario a los accionistas de la misma clase y que mantienen las mismas condiciones(*)?	SI	
2 ¿La Sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?	NO	
3 En caso de que la Sociedad cuente con acciones de inversión: ¿La Sociedad promueve una política de redención o canje voluntario de acciones de inversión por acciones ordinarias? ¿La Sociedad promueve únicamente la existencia de clases de acciones con derecho a voto?	NO	
<b>Principio 2: Participación de los accionistas</b>		
4a ¿La Sociedad establece en sus documentos societarios la forma de representación de las acciones y el responsable del registro en la matrícula de acciones?	SI	
4b ¿La matrícula de acciones se mantiene permanentemente actualizada?	SI	
<b>Principio 3: No dilución en la participación en el capital social</b>		
5a ¿La Sociedad tiene como política que las propuestas del Directorio referidas a operaciones corporativas que puedan afectar el derecho de no dilución de los accionistas (i. e., fusiones, escisiones, ampliaciones de capital, entre otras) sean explicadas previamente por dicho órgano en un informe detallado con la opinión independiente de un asesor externo de reconocida solvencia profesional nombrado por el Directorio?	SI	
5b ¿La Sociedad tiene como política poner los referidos informes a disposición de los accionistas?	SI	
<b>Principio 4: Información y comunicación a los accionistas</b>		
6 ¿La Sociedad determina los responsables o medios para que los accionistas reciban y requieran información oportuna, confiable y veraz?	SI	
7 ¿La Sociedad cuenta con mecanismos para que los accionistas expresen su opinión sobre el desarrollo de la misma?	SI	
<b>Principio 5: Participación en dividendos de la sociedad</b>		
8a ¿El cumplimiento de la política de dividendos se encuentra sujeto a evaluaciones de periodicidad definida?	SI	
8b ¿La política de dividendos es puesta en conocimiento de los accionistas, entre otros medios, mediante su página web corporativa?	SI	
<b>Principio 6: Cambio o toma de control</b>		
9 ¿La Sociedad mantiene políticas o acuerdos de no adopción de mecanismos antiabsorción?	NO	
<b>Principio 7: Arbitraje para solución de controversias</b>		
10a ¿El estatuto de la sociedad incluye un convenio arbitral que reconoce que se somete a arbitraje de derecho cualquier disputa entre accionistas, o entre accionistas y el Directorio; así como la impugnación de acuerdos de JGA y de Directorio por parte de los accionistas de la Sociedad?	NO	
10b ¿Dicha cláusula facilita que un tercero independiente resuelva las controversias, salvo el caso de reserva legal expresa ante la justicia ordinaria?	SI	
<b>PILAR II: JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS</b>		
<b>Principio 8: Función y competencia</b>		
1 ¿Es función exclusiva e indelegable de la JGA la aprobación de la política de retribución del Directorio?	SI	
<b>Principio 9: Reglamento de junta general de accionistas</b>		
2 ¿La Sociedad cuenta con un Reglamento de la JGA, que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	SI	
<b>Principio 10: Mecanismos de convocatoria</b>		
3 Adicionalmente a los mecanismos de convocatoria establecidos por ley, ¿La Sociedad cuenta con mecanismos de convocatoria que permiten establecer contacto con los accionistas, particularmente con aquellos que no tienen participación en el control o gestión de la Sociedad?	SI	
4 ¿La Sociedad pone a disposición de los accionistas toda la información relativa a los puntos contenidos en la agenda de la JGA y las propuestas de los acuerdos que se plantean adoptar (mociones)?	SI	
<b>Principio 11: Propuestas de puntos de agenda</b>		
5 ¿El Reglamento de JGA incluye mecanismos que permiten a los accionistas ejercer el derecho de formular propuestas de puntos de agenda a discutir en la JGA y los procedimientos para aceptar o denegar tales propuestas?	SI	
<b>Principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto</b>		
6 ¿La Sociedad tiene habilitados los mecanismos que permiten al accionista el ejercicio del voto a distancia por medios seguros, electrónicos o postales, que garanticen que la persona que emite el voto es efectivamente el accionista?	NO	
7 ¿La Sociedad cuenta con documentos societarios que especifican con claridad que los accionistas pueden votar separadamente aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes, de tal forma que puedan ejercer separadamente sus preferencias de voto?	SI	
8 ¿La Sociedad permite, a quienes actúan por cuenta de varios accionistas, emitir votos diferenciados por cada accionista, de manera que cumplan con las instrucciones de cada representado?	SI	
<b>Principio 13: Delegación de voto</b>		
9 ¿El Estatuto de la sociedad permite a sus accionistas delegar su voto a favor de cualquier persona?	SI	
10a ¿La Sociedad cuenta con procedimientos en los que se detallan las condiciones, los medios y las formalidades a cumplir en las situaciones de delegación de voto?	SI	
10b ¿La Sociedad pone a disposición de los accionistas un modelo de carta de representación, donde se incluyen los datos de los representantes, los temas para los que el accionista delega su voto, y de ser el caso, el sentido de su voto para cada una de las propuestas?	SI	
11a ¿La sociedad tiene como política establecer limitaciones al porcentaje de delegación de votos a favor de los miembros del Directorio o de la Alta Gerencia?	NO	
11b En los casos de delegación de votos a favor de miembros del Directorio o de la Alta Gerencia, ¿La sociedad tiene como política que los accionistas que deleguen sus votos dejen claramente establecido el sentido de éstos?	NO	
<b>Principio 14: Seguimiento de acuerdos de JGA</b>		
12a ¿La sociedad realiza el seguimiento de los acuerdos adoptados por la JGA?	SI	
12b ¿La sociedad emite reportes periódicos al Directorio y son puestos a disposición de los accionistas?	SI	

<b>PILAR III: EL DIRECTORIO Y LA ALTA GERENCIA</b>		
<b>Principio 15: Conformación del directorio</b>		
1	¿El Directorio está conformado por personas con diferentes especialidades y competencias, con prestigio, ética, independencia económica, disponibilidad suficiente y otras cualidades relevantes para la sociedad, de manera que haya pluralidad de enfoques y opiniones?	SI
2	¿La Sociedad evita la designación de Directores suplentes o alternos, especialmente por razones de quórum?	SI
3	¿La Sociedad divulga los nombres de los Directores, su calidad de independientes y sus hojas de vida?	SI
<b>Principio 16: Funciones del Directorio</b>		
4	¿El Directorio tiene como función?:	
	Aprobar y dirigir la estrategia corporativa de la Sociedad.	SI
	Establecer objetivos, metas y planes de acción incluidos los presupuestos anuales y los planes de negocios.	SI
	Controlar y supervisar la gestión y encargarse del gobierno y administración de la sociedad.	SI
	Supervisar las prácticas de buen gobierno corporativo y establecer las políticas y medidas necesarias para su mejor aplicación.	SI
<b>Principio 17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio</b>		
5	¿Los miembros del Directorio tienen derecho a?:	
	Solicitar al Directorio el apoyo o aporte de expertos.	SI
	Participar en programas de inducción sobre sus facultades y responsabilidades y a ser informados oportunamente sobre la estructura organizativa de la sociedad.	SI
	Percibir una retribución por la labor efectuada, que combina el reconocimiento a la experiencia profesional y dedicación hacia la sociedad con criterio de racionalidad.	SI
<b>Principio 18: Reglamento de Directorio</b>		
6	¿La Sociedad cuenta con un Reglamento de Directorio que tiene carácter vinculante y su incumplimiento conlleva responsabilidad?	SI
<b>Principio 19: Directores Independientes</b>		
7	¿Al menos un tercio del Directorio se encuentra constituido por Directores Independientes?	SI
8a	¿El Directorio declara que el candidato que propone es independiente sobre la base de las indagaciones que realice y de la declaración del candidato?	SI
8b	¿Los candidatos a Directores Independientes declaran su condición de independiente ante la sociedad, sus accionistas y directivos?	SI
<b>Principio 20: Operatividad del Directorio</b>		
9	¿El Directorio cuenta con un plan de trabajo que contribuye a la eficiencia de sus funciones?	SI
10	¿La Sociedad brinda a sus Directores los canales y procedimientos necesarios para que puedan participar eficazmente en las sesiones de Directorio, inclusive de manera no presencial?	SI
11a	¿El Directorio evalúa, al menos una vez al año, de manera objetiva, su desempeño como órgano colegiado y el de sus miembros?	SI
11b	¿Se alterna la metodología de la autoevaluación con la evaluación realizada por asesores externos?	
<b>Principio 21: Comités especiales</b>		
12a	¿El Directorio de la sociedad conforma comités especiales que se enfocan en el análisis de aquellos aspectos más relevantes para el desempeño de la sociedad?	SI
12b	¿El Directorio aprueba los reglamentos que rigen a cada uno de los comités especiales que constituye?	SI
12c	¿Los comités especiales están presididos por Directores Independientes?	SI
12d	¿Los comités especiales tienen asignado un presupuesto?	SI
13	¿La Sociedad cuenta con un Comité de Nominamientos y Retribuciones que se encarga de nominar a los candidatos a miembro de Directorio, que son propuestos ante la JGA por el Directorio, así como de aprobar el sistema de remuneraciones e incentivos de la Alta Gerencia?	NO
<b>Principio 22: Código de Ética y conflictos de interés</b>		
16a	¿La sociedad cuenta con un Código de Ética cuyo cumplimiento es exigible a sus Directores, gerentes, funcionarios y demás colaboradores de la sociedad, el cual comprende criterios éticos y de responsabilidad profesional, incluyendo el manejo de potenciales casos de conflictos de interés?	SI
16b	¿El Directorio o la Gerencia General aprueban programas de capacitación para el cumplimiento del Código de Ética?	SI
17a	¿La Sociedad dispone de mecanismos que permiten efectuar denuncias correspondientes a cualquier comportamiento ilegal o contrario a la ética, garantizando la confidencialidad del denunciante?	SI
17b	¿Las denuncias se presentan directamente al Comité de Auditoría cuando están relacionadas con aspectos contables o cuando la Gerencia General o la Gerencia Financiera estén involucradas?	SI
18a	¿El Directorio es responsable de realizar seguimiento y control de los posibles conflictos de interés que surjan en el Directorio?	SI
18b	En caso la sociedad no sea una institución financiera, ¿Tiene establecido como política que los miembros del Directorio se encuentran prohibidos de recibir préstamos de la sociedad o de cualquier empresa de su grupo económico, salvo que cuenten con la autorización previa del Directorio?	SI
18c	En caso la sociedad no sea una institución financiera, ¿Tiene establecido como política que los miembros de la Alta Gerencia se encuentran prohibidos de recibir préstamos de la sociedad o de cualquier empresa de su grupo económico, salvo que cuenten con autorización previa del Directorio?	SI
<b>Principio 23: Operaciones con partes vinculadas</b>		
19a	¿El Directorio cuenta con políticas y procedimientos para la valoración, aprobación y revelación de determinadas operaciones entre la sociedad y partes vinculadas, así como para conocer las relaciones comerciales o personales, directas o indirectas, que los Directores mantienen entre ellos, con la sociedad, con sus proveedores o clientes, y otros grupos de interés?	SI
19b	En el caso de operaciones de especial relevancia o complejidad, ¿Se contempla la intervención de asesores externos independientes para su valoración?	SI
<b>Principio 24: Funciones de la Alta Gerencia</b>		
20a	¿La Sociedad cuenta con una política clara de delimitación de funciones entre la administración o gobierno ejercido por el Directorio, la gestión ordinaria a cargo de la Alta Gerencia y el liderazgo del Gerente General?	SI
20b	¿Las designaciones de Gerente General y presidente de Directorio de la sociedad recaen en diferentes personas?	SI
20c	¿La Alta Gerencia cuenta con autonomía suficiente para el desarrollo de las funciones asignadas, dentro del marco de políticas y lineamientos definidos por el Directorio, y bajo su control?	SI
20d	¿La Gerencia General es responsable de cumplir y hacer cumplir la política de entrega de información al Directorio y a sus Directores?	SI
20e	¿El Directorio evalúa anualmente el desempeño de la Gerencia General en función de estándares bien definidos?	SI
20f	¿La remuneración de la Alta Gerencia tiene un componente fijo y uno variable, que toman en consideración los resultados de la sociedad, basados en una asunción prudente y responsable de riesgos, y el cumplimiento de las metas trazadas en los planes respectivos?	SI

<b>PILAR IV: RIESGO Y CUMPLIMIENTO</b>		
<b>Principio 25: Entorno del sistema de gestión de riesgos</b>		
1a ¿El Directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con su tamaño y complejidad, promoviendo una cultura de gestión de riesgos al interior de la sociedad, desde el Directorio y la Alta Gerencia hasta los propios colaboradores?		SI
1b ¿La política de gestión integral de riesgos alcanza a todas las sociedades integrantes del grupo y permite una visión global de los riesgos críticos?		SI
2 ¿La Sociedad cuenta con una política de delegación de gestión de riesgos que establezca los límites de riesgo que pueden ser administrados por cada nivel de la empresa?		SI
3a ¿La Gerencia General gestiona los riesgos a los que se encuentra expuesta la sociedad y los pone en conocimiento del Directorio?		SI
3b ¿La Gerencia General es responsable del sistema de gestión de riesgos, en caso no exista un Comité de Riesgos o una Gerencia de Riesgos?		SI
3c ¿La Sociedad cuenta con un Gerente de Riesgos?		SI
<b>Principio 26: Auditoría interna</b>		
4a ¿El auditor interno realiza labores de auditoría en forma exclusiva, cuenta con autonomía, experiencia y especialización en los temas bajo su evaluación, e independencia para el seguimiento y la evaluación de la eficacia del sistema de gestión de riesgos?		SI
4b ¿Son funciones del auditor interno la evaluación permanente de que toda la información financiera generada o registrada por la sociedad sea válida y confiable, así como verificar la eficacia del cumplimiento normativo?		SI
4c ¿El auditor interno reporta directamente al Comité de Auditoría sobre sus planes, presupuesto, actividades, avances, resultados obtenidos y acciones tomadas?		SI
5 ¿El nombramiento y cese del Auditor Interno corresponde al Directorio a propuesta del Comité de Auditoría?		SI
<b>Principio 27: Auditores externos</b>		
6 ¿La JGA, a propuesta del Directorio, designa a la sociedad de auditoría o al auditor independiente, los que mantienen una clara independencia con la sociedad?		SI
7a ¿La Sociedad mantiene una política de renovación de su auditor independiente o de su sociedad de auditoría?		NO
7b En caso dicha política establezca plazos mayores de renovación de la sociedad de auditoría, ¿El equipo de trabajo de la sociedad de auditoría rota como máximo cada cinco (5) años?		SI
8a En caso de grupos económicos, ¿el auditor externo es el mismo para todo el grupo, incluidas las filiales off-shore?		SI
8b Indique si la sociedad de auditoría contratada para dictaminar los estados financieros de la sociedad correspondientes al ejercicio materia del presente reporte, dictaminó también los estados financieros del mismo ejercicio para otras sociedades de su grupo económico.		SI

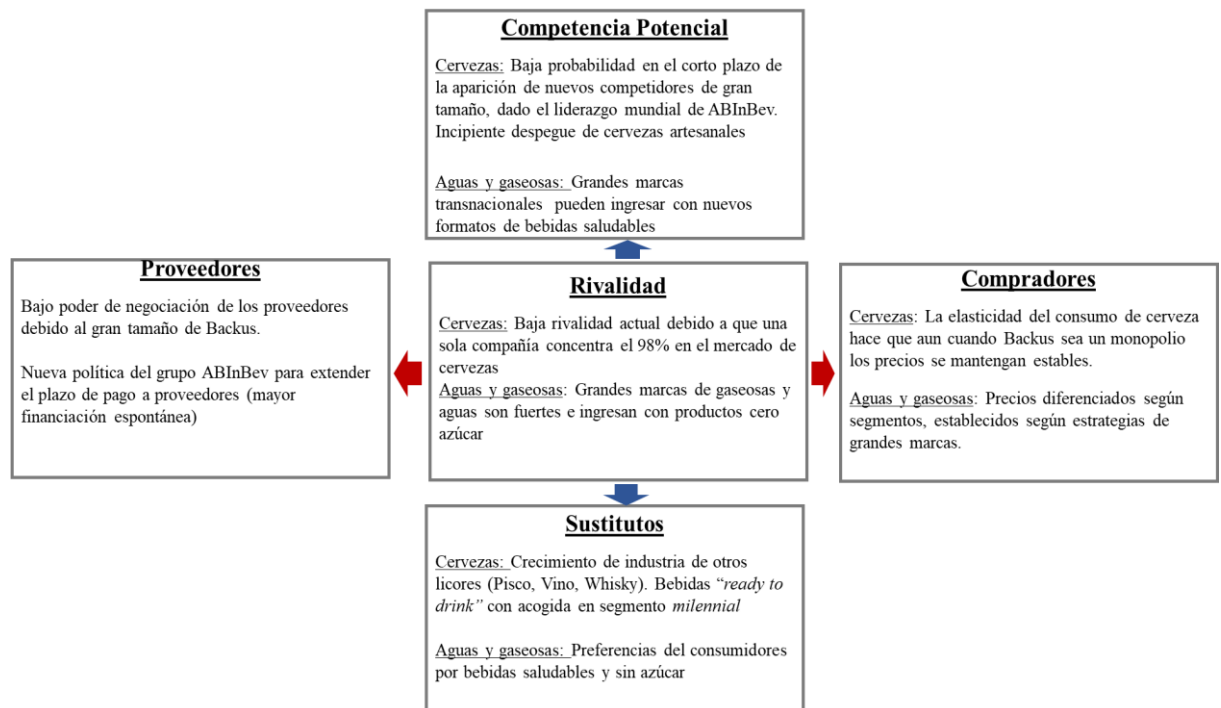
<b>PILAR V: TRANSPARENCIA DE LA INFORMACIÓN</b>		
<b>Principio 28: Política de información</b>		
1 ¿La Sociedad cuenta con una política de información para los accionistas, inversionistas, demás grupos de interés y el mercado en general, con la cual define de manera formal, ordenada e integral los lineamientos, estándares y criterios que se aplicarán en el manejo, recopilación, elaboración, clasificación, organización y/o distribución de la información que genera o recibe la sociedad?		SI
2 ¿La Sociedad cuenta con una oficina de relación con inversionistas?		SI
<b>Principio 29: Estados Financieros y Memoria Anual</b>		
3 En caso existan salvedades en el informe por parte del auditor externo, ¿dichas salvedades han sido explicadas y/o justificadas a los accionistas?		----
<b>Principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas</b>		
4 ¿La Sociedad revela la estructura de propiedad, considerando las distintas clases de acciones y, de ser el caso, la participación conjunta de un determinado grupo económico?		SI
5 ¿La Sociedad informa sobre los convenios o pactos entre accionistas?		SI
<b>Principio 31: Informe de gobierno corporativo</b>		
6 ¿La Sociedad divulga los estándares adoptados en materia de gobierno corporativo en un informe anual, de cuyo contenido es responsable el Directorio, previo informe del Comité de Auditoría, del Comité de Gobierno Corporativo, o de un consultor externo, de ser el caso?		SI

### Anexo 13. Análisis Pestel



Fuente: Elaboración propia

### Anexo 14. Análisis de las fuerzas Porter



Fuente: Elaboración propia

## Anexo 15. Análisis de la cadena de valor

Actividades de Apoyo	Infraestructura de La Empresa					Margen Margen
	Áreas de soporte y dirección. Cultura de la calidad total. Estructura moderna y eficiente.					
	Administración de Recursos Humanos					
	Reclutamiento y selección, capacitación y desarrollo, compensación, comunicación integradora, trabajo en equipo.					
	Desarrollo Tecnológico					
	Desarrollo de procesos e ingeniería, maquinaria con tecnología de punta, automatización.					
	Abastecimiento					
	Adquisición de materiales e insumos. Modelo Global de compras centralizadas.					
	Logística de Entrada	Operaciones	Logística de Salida	Marketing y Ventas	Distribución y Post Venta	
	<ul style="list-style-type: none"><li>- Recepción de insumos: cebada, lúpulo, trigo y malta.</li><li>- Control de calidad de los insumos.</li><li>- Almacenamiento y conservación en lugares adecuados.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Procesos con ISO 9001</li><li>- Economías de escala</li><li>- Automatización</li><li>- Selección, limpieza y molienda.</li><li>- Tratamiento del Agua.</li><li>- Fermentación y maduración .</li><li>- Filtración y pasteurizado.</li><li>- Embotellado y etiquetado</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Garantía de conservación de productos con optimas condiciones de almacenaje.</li><li>- Control de calidad.</li><li>- Despachos diarios según demanda.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Publicidad durante todo el año con el objetivo de mantener posicionamiento</li><li>- Amplia fuerza de ventas , 180 M puntos.</li><li>- Promoción y publicidad.</li><li>- Evaluación de canales de distribución.</li><li>- Análisis y aplicación de política de precios.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Centros de distribución mayorista a lo largo de todo el territorio nacional.</li><li>- Promotor de eventos culturales y deportivos.</li><li>- Recepción de quejas y sugerencias.</li></ul>	
Actividades Primarias						

Fuente: Elaboración propia

## Anexo 16. Posición competitiva de Backus por segmentos de clientes

POSICIÓN COMPETITIVA													
Marcas Core: Cristal y Pilsen Callao													
Variable	Desde	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Hasta	
Ocasión de consumo	Ocasiones Especiales											Frecuente	
Calidad de Producto	Bajo Procesamiento											Alto Procesamiento	
Imagen social	Simple											Sofisticado	
Preferencia por identidad	Bajo											Alto	
Precio	Bajo											Alto	

POSICIÓN COMPETITIVA												
Marca Premium: Cusqueña												
Variable	Desde	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Hasta
Ocasión de consumo	Ocasiones Especiales											Frecuente
Calidad de Producto	Bajo Procesamiento											Alto Procesamiento
Imagen social	Simple											Sofisticado
Preferencia por identidad	Bajo											Alto
Precio	Bajo											Alto

POSICIÓN COMPETITIVA													
Marcas Super y Ultra Premium: Corona, Budweiser, Stella Artois													
Variable	Desde	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Hasta	
Ocasión de consumo	Ocasiones Especiales											Frecuente	
Calidad de Producto	Bajo Procesamiento											Alto Procesamiento	
Imagen social	Simple											Sofisticado	
Preferencia por identidad	Bajo											Alto	
Precio	Bajo											Alto	

POSICIÓN COMPETITIVA												
Marcas Regionales: San Juan, Arequipeña y Pilsen Trujillo												
Variable	Desde	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	Hasta
Ocasión de consumo	Ocasiones Especiales											Frecuente
Calidad de Producto	Bajo Procesamiento											Alto Procesamiento
Imagen social	Simple											Sofisticado
Preferencia por identidad	Bajo											Alto
Precio	Bajo											Alto

Fuente: Elaboración propia

## Anexo 17. Análisis FODA

### Fortalezas

- Líder indiscutible de mercado, conocimiento de industria y proceso productivo
- Portafolio diversificado de productos
- Utilización de insumos de alta calidad
- Fuerte estrategia de posicionamiento en sus diversos segmentos de clientes y marcas
- Amplia red de canales de distribución a nivel nacional
- Solvencia Económica : Margen Bruto 2013-2017 > 70%. ROE 2013-2017 > 55%

### Oportunidades

- Mayor cuota de participación en mercados internacionales a partir de su absorción por AB-INBEV
- Consolidar eficiencias y sinergias propias de la casa matriz
- Consolidación de marcas globales y rentables
- Posibilidad de compra de marcas de cervezas artesanales: Barbarian, Magdalena, Maddok, Cumbres (Cash de Backus > S/ 1300 MM).
- Incursionar en el mercado de bebidas saludables y sin azúcar

### Debilidades

- Dependencia del mercado local y del ciclo económico.
- Mayores niveles de crecimiento dependientes de una ampliación de su capacidad de planta
- Bajo nivel de exportaciones
- Riesgos en la creación de nuevos productos
- Canibalización entre productos

### Amenazas

- Crecimiento de preferencia por alimentación y bebidas saludables
- Regulación mundial y local. Leyes antimonopolio y concentración económica
- Crecimiento del mercado de otros licores (Pisco) y bebidas *ready to drink*
- Cambios en el impuesto selectivo al consumo (35% PVP)
- Campañas de consumo de bebidas alcohólicas con accidentes

Fuente: Elaboración propia

## Anexo 18. Análisis horizontal y vertical

### Estado de Situación Financiera

Los activos se encuentran principalmente financiados por los pasivos con terceros (63%), siendo las cuentas por cobrar de corto plazo las de mayor relevancia con una aportación de 53%, seguida de los pasivos a largo plazo en 10%. Al 2017, el patrimonio financia el 37% del total de activos de Backus.

### Activos

Al año 2017, la estructura de activos está compuesta en 57% por los activos no corrientes y 43% por los activos corrientes. Las propiedades, planta y equipo son el rubro más representativo, seguido de la posición de caja que viene creciendo de manera importante.

La situación actual evidencia que ha existido un rebalanceo de los activos en los últimos años hacia aquellos más líquidos. En particular, se ha fortalecido la contribución al balance del efectivo y equivalente de efectivo que aumentó de 4% a 26% durante el período de análisis.

La siguiente tabla muestra el análisis evolutivo de la estructura de cuentas del activo.

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%
<b>ACTIVOS</b>								
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	143	4%	358	9%	577	14%	1,337	26%
Cuentas por Cobrar Comerciales	286	8%	282	7%	232	6%	296	6%
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	5	0%	2	0%	2	0%	373	7%
Otras Cuentas por Cobrar	25	1%	67	2%	26	1%	34	1%
Anticipos	35	1%	28	1%	14	0%	8	0%
Inventarios	197	5%	190	5%	185	5%	214	4%
Activos no Corrientes o Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta o como Mantenidos para Distribuir a los Propietarios	18	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>709</b>	<b>19%</b>	<b>927</b>	<b>23%</b>	<b>1,036</b>	<b>26%</b>	<b>2,262</b>	<b>43%</b>
Otros Activos Financieros	5	0%	6	0%	5	0%	7	0%
Activos Biológicos	19	0%	21	1%	25	1%	26	1%
Propiedades de Inversión	13	0%	13	0%	13	0%	13	0%
Propiedades, Planta y Equipo	2,402	63%	2,464	60%	2,426	60%	2,360	45%
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	286	8%	295	7%	205	5%	187	4%
Plusvalía	350	9%	350	9%	350	9%	350	7%
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>3,075</b>	<b>81%</b>	<b>3,149</b>	<b>77%</b>	<b>3,024</b>	<b>74%</b>	<b>2,943</b>	<b>57%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>3,784</b>	<b>100%</b>	<b>4,076</b>	<b>100%</b>	<b>4,060</b>	<b>100%</b>	<b>5,205</b>	<b>100%</b>

### Pasivos

La compañía viene implementando una política de financiamiento de sus operaciones vía cuentas por pagar a proveedores, cuentas por pagar a relacionadas y otras cuentas por pagar. Dichos rubros, pasaron de representar 26% del activo en el año 2014 a 43% en el año 2017.



La dependencia de los pasivos de largo plazo ha venido reduciéndose sostenidamente hasta representar en el año 2017 solamente el 10% de los activos (20% en el año 2014).

La siguiente tabla muestra la evolución de la estructura de cuentas del pasivo:

PASIVOS	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%
Otros Pasivos Financieros	126	3%	133	3%	296	7%	29	1%
Cuentas por Pagar Comerciales	439	12%	433	11%	469	12%	784	15%
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	529	14%	621	15%	92	2%	811	16%
Otras Cuentas por Pagar	26	1%	110	3%	598	15%	665	13%
Ingresos Diferidos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Provisión por Beneficios a los Empleados	2	0%	3	0%	4	0%	4	0%
Otras Provisiones	12	0%	11	0%	249	6%	248	5%
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	46	1%	73	2%	57	1%	208	4%
Otros Pasivos no Financieros	0	0%	0	0%	14	0%	10	0%
Total Pasivos Corrientes Distintos de Pasivos Incluidos en Grupos de Activos para su Disposición Clasificados como Mantenidos para la Venta	1,180	31%	1,383	34%	1,778	44%	2,758	53%
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>1,180</b>	<b>31%</b>	<b>1,383</b>	<b>34%</b>	<b>1,778</b>	<b>44%</b>	<b>2,758</b>	<b>53%</b>
Otros Pasivos Financieros	365	10%	378	9%	118	3%	94	2%
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	138	4%	134	3%	157	4%	165	3%
Provisión por Beneficios a los Empleados	33	1%	36	1%	29	1%	31	1%
Pasivos por Impuestos Diferidos	210	6%	218	5%	201	5%	219	4%
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>746</b>	<b>20%</b>	<b>766</b>	<b>19%</b>	<b>506</b>	<b>12%</b>	<b>509</b>	<b>10%</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>1,926</b>	<b>51%</b>	<b>2,149</b>	<b>53%</b>	<b>2,284</b>	<b>56%</b>	<b>3,267</b>	<b>63%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Capital Emitido	781	21%	781	19%	781	19%	781	15%
Primas de Emisión	47	1%	52	1%	65	2%	65	1%
Acciones de Inversión	570	15%	570	14%	570	14%	570	11%
Acciones Propias en Cartera	-2	0%	-2	0%	-2	0%	-2	0%
Otras Reservas de Capital	244	6%	244	6%	244	6%	244	5%
Resultados Acumulados	189	5%	257	6%	106	3%	264	5%
Otras Reservas de Patrimonio	16	0%	13	0%	-3	0%	0	0%
Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora	1,845	49%	1,914	47%	1,760	43%	1,922	37%
Participaciones no Controladoras	13	0%	13	0%	16	0%	16	0%
<b>Total Patrimonio</b>	<b>1,858</b>	<b>49%</b>	<b>1,927</b>	<b>47%</b>	<b>1,776</b>	<b>44%</b>	<b>1,938</b>	<b>37%</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>3,784</b>	<b>100%</b>	<b>4,076</b>	<b>100%</b>	<b>4,060</b>	<b>100%</b>	<b>5,205</b>	<b>100%</b>

## Estado de Resultados

A continuación, se presenta la composición de las partidas más relevantes de la cuenta de resultados de Backus: El costo de ventas ha representado en promedio el 29% de los ingresos de Backus. No obstante, la mejora de la eficiencia en la utilización de los insumos básicos como el lúpulo y la cebada se ha reflejado en una reducción de la ponderación sobre las ventas alcanzando un 27% del total.

Los gastos de ventas y distribución, así como los gastos de administración consumen cada vez un menor porcentaje de los ingresos generados por la compañía. Han pasado de representar entre ambos de 39% en el año 2014 a 33% en el año 2017, es decir una mejora en la eficiencia financiera.

La utilidad operativa representó al cierre del año 2017 el 40% de las ventas, consolidando un mejor margen en relación con los últimos cinco años. El nivel de impuestos pagados como % de los ingresos se ha incrementado hasta 13% en el año 2017, mientras que en el año 2014 representaba solo el 10%.



## Evolución de la Estructura del Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS	2014	%	2015	%	2016	%	2017	%
Ingresos de Actividades Ordinarias	4,174	100%	4,484	100%	4,634	100%	5,022	100%
Costo de Ventas	-1,193	-29%	-1,282	-29%	-1,323	-29%	-1,361	-27%
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	<b>2,980</b>	<b>71%</b>	<b>3,202</b>	<b>71%</b>	<b>3,311</b>	<b>71%</b>	<b>3,661</b>	<b>73%</b>
Gastos de Ventas y Distribución	-1,103	-26%	-1,061	-24%	-1,077	-23%	-1,101	-22%
Gastos de Administración	-528	-13%	-550	-12%	-906	-20%	-537	-11%
Otros Ingresos Operativos	104	2%	209	5%	53	1%	61	1%
Otros Gastos Operativos	-47	-1%	-54	-1%	-146	-3%	-58	-1%
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0%	0	0%	0	0%	7	0%
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa</b>	<b>1,406</b>	<b>34%</b>	<b>1,746</b>	<b>39%</b>	<b>1,235</b>	<b>27%</b>	<b>2,033</b>	<b>40%</b>
Ingresos Financieros	1	0%	3	0%	5	0%	11	0%
Gastos Financieros	-37	-1%	-39	-1%	-41	-1%	-25	0%
Diferencias de Cambio Neto	-14	0%	-27	-1%	-1	0%	4	0%
Ganancia antes de Impuestos	1,357	33%	1,683	38%	1,199	26%	2,023	40%
Gasto por Impuesto a la Ganancias	-413	-10%	-495	-11%	-443	-10%	-633	-13%
<b>Ganancia Neta del Ejercicio</b>	<b>944</b>	<b>23%</b>	<b>1,189</b>	<b>27%</b>	<b>756</b>	<b>16%</b>	<b>1,390</b>	<b>28%</b>

## Anexo 19. Principales riesgos identificados

		Probabilidad	Severidad
Asociados a factores externos			
1	Persistencia de la inestabilidad política y económica, influiría en el crecimiento esperado por la compañía	Media	Moderado
2	Deterioro de la confianza de los consumidores	Media	Moderado
3	Legislación antimonopolio, puede comprometer seriamente la posición competitiva de la compañía	Media	Grave   Extrema
4	Cambio de tendencia hacia el consumo de licores sustitutos o bebidas saludables	Baja	Grave
5	Cambio en la política tributaria, incremento del ISC	Medio	Grave
Asociados a factores internos			
6	Lanzamiento de nuevos productos y efecto canibalización de los existentes	Alta	Leve
7	Riesgo operacional de sus procesos productivos que afecten la calidad de sus productos	Baja	Grave

Fuente: Elaboración propia

		Impacto / Consecuencias			
		Leve	Moderado	Grave	Extremo
Probabilidad	Muy Alto				
	Alto	6			
	Medio		1 2	5 3	
	Baja			4 7	

Fuente: Elaboración propia

## Anexo 20. Cálculo de la tasa de descuento

### Beta desapalancado

Para el cálculo del beta desapalancado se ha utilizado el método de *pureplay* habiendo escogido 2 empresas latinoamericanas con similares características a Backus, se ha escogido la compañía basileña Ambev SA y la compañía chilena CIA Cervecerías Unidas SA las mismas que registran betas desapalancados de 0.6962 y 0.8036 respectivamente; cabe mencionar a su vez que se ha tomado el beta a semanal por los últimos 2 años cerrado al 29/12/17.

Comparables LATAM	Beta 2 años - semanal	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.7187	0.3928	0.0532	0.6962
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equity)	0.9095	0.2462	0.1749	0.8036
<b>Beta</b>				<b>0.7499</b>

Formula: Beta desapalancado = Beta apalancado / (1 + (1 - Tasa Impositiva) x Ratio D/K)

### Beta apalancado

Para el cálculo del beta apalancado se ha utilizado la tasa impositiva promedio 2013 – 2017 sin considerar el año pico 2016 dado; respecto del ratio Deuda Financiera / Capital se menciona que para el cálculo del mismo se ha utilizado la información contable de la compañía esto como consecuencia de que las acciones de Backus son poco líquidas en el mercado de valores donde cotizan es así que la acción tipo A no supera el 12% y la acción tipo B el 15% en promedio por últimos 4 años.

Concepto	Valor
Beta sin Apalancamiento	0.7499
Tasa Impositiva	0.3037
Ratio Deuda Financiera / Capital	0.0631
<b>Beta Apalancado</b>	<b>0.7829</b>

Formula: Beta apalancado = Beta desapalancado x (1 + (1 - Tasa Impositiva) x Ratio D/K)

### Prima de riesgo

Se ha utilizado como prima de riesgo la diferencia del promedio geométrico de los últimos 10 años entre los retornos del Índice S&P y los Bonos del Tesoro Americano a 10 años; información que ha sido obtenido a partir de las estadísticas presentadas por Aswath Damodaran.

Concepto	Valor
Prima por Riesgo de Mercado	4.5646%

### Tasa Libre de Riesgo

Para el cálculo de la tasa libre de riesgo se ha utilizado el rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano a 10 años a la fecha 29/12/2017.

Concepto	Indicador	Valor
Tasa Libre de Riesgo EE.UU.	Bono 10 años	2.4054%

### Tasa de Riesgo País

Se ha utilizado el EMBI (Emerging Market Bond Index) que al 29/12/2017 registró 136 pbs ajustado por el factor lambda que representa el riesgo adicional de invertir en el mercado peruano y que a la fecha de estimación fue 1.87%.

Concepto	Indicador	Valor
Riesgo Perú	EMBI * Lambda	2.5474%

### Costo del Patrimonio

Se ha utilizado el modelo general de valuación de activos Capital Assets Pricing Model cuya fórmula es:

$$K_e = R_f + \beta(ERP) + R_{país}$$

$$K_e = \text{Costo del Patrimonio}$$

$$R_f = \text{Tasa libre de riesgo}$$

$$\beta = \text{Beta}$$

$$ERP = \text{Riesgo de mercado} - \text{Tasa libre de riesgo}$$

$$R_{país} = \text{Riesgo país}$$

Tras la aplicación del modelo de valuación, el valor obtenido para el costo de patrimonio es 8,53 %.



### Weighted Average Cost of Capital – US\$

Para el cálculo del WACC (USD) se ha utilizado el peso de la deuda y patrimonio a valores contables<sup>17</sup>, además de la tasa impositiva promedio 2013 – 2017 sin considerar el año pico 2016. Respecto al costo de la deuda se ha tomado el valor de 7,69 % en soles (obtenida de los EEFF Auditados a 2017). En términos de dólares resulta en 5,78 %. Aplicando la fórmula se ha obtenido:  $WACC = (Cap. / (Deuda + Cap.)) * Ke + (Cap. / (Deuda + Cap.)) * Kd * (1 - Tasa Impositiva) = 8,26 \%$

Concepto	Valor
Tasa Promedio Deuda (Kd)	0.05778
Peso de la deuda	0.05937
Peso del patrimonio	0.94063
Tasa impositiva	0.30365
<b>WACC USD</b>	<b>8.26%</b>

### Weighted Average Cost of Capital - S/

Para el cálculo del WACC en soles se ha utilizado como datos la inflación esperada de Perú y Estados Unidos, los mismos que han sido calculados del promedio resultante de los años 2012 – 2017 (últimos 5 años).

WACC S/ = 10,22 %

Concepto	Valor
Inflación PERU esperada	0.0328
Inflación EEUU esperada	0.0145
<b>WACC S/</b>	<b>10.22%</b>

### Anexo 21. Cálculo del beta

Como se mencionó en el anexo anterior para la obtención del beta desapalancado se ha utilizado el método *pureplay* con 2 empresas cerveceras latinoamericanas; sin embargo adicionalmente se ha tomado en consideración diversos plazos y frecuencias para los betas apalancados de las comparables esto nos ha permitido un cuadro de sensibilidad respecto de los posibles costos de capital para cada uno de los escenarios. Cabe mencionar que finalmente se ha tomado el beta a 2 años con frecuencia semanal.

---

<sup>17</sup> Debido a la baja liquidez que registran las acciones de Backus y a que es una deuda bancaria y no de mercado.

Comparables LATAM	Beta 2 años - anual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	-1.757735	18%	0.05	(1.68438)
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	1.673449	25%	0.17	1.478
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>(0.10294)</b>
Comparables LATAM	Beta 2 años - semanal	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.7187339	39%	0.05	0.69623
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.9095483	25%	0.17	0.804
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.74991</b>
Comparables LATAM	Beta 2 años - mensual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.4476935	18%	0.05	0.42901
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.9907096	25%	0.17	0.875
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.65215</b>
Comparables LATAM	Beta 2 años - diario	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.6526596	39%	0.05	0.63222
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.8752847	25%	0.17	0.773
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.70277</b>
Comparables LATAM	Beta 5 años - anual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.3823133	39%	0.05	0.37034
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.7032292	25%	0.17	0.621
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.49582</b>
Comparables LATAM	Beta 5 años - mensual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.4436905	39%	0.05	0.42980
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.8555301	25%	0.17	0.756
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.59283</b>

Comparables LATAM	Beta 5 años - semanal	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.6636647	39%	0.05	0.64288
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.9377736	25%	0.17	0.829
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.73570</b>
Comparables LATAM	Beta 5 años - diario	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.6763391	39%	0.05	0.65516
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.8667861	25%	0.17	0.766
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.71048</b>
Comparables LATAM	Beta 10 años - anual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.2586223	39%	0.05	0.25052
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.535524	25%	0.17	0.473
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.36183</b>
Comparables LATAM	Beta 10 años - mensual	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.3925352	39%	0.05	0.38024
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.7830207	25%	0.17	0.692
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.53602</b>
Comparables LATAM	Beta 10 años - semanal	Tax	Debt/Equity	Beta desapalancado
Ambev SA (ABEV3 BZ)	0.6065678	39%	0.05	0.58757
CIA Cervecerías Unidas SA (CCU CI Equi	0.8743702	25%	0.17	0.773
Fuente: Bloomberg revisado el 11/11/18			Beta	<b>0.68004</b>



	Beta	D/E contable
	Desapalancado	6.31%
<b>COK</b>		
Beta10 años - semanal	0.68004	8.19%
Beta10 años - anual	0.36183	6.68%
Beta5 años - anual	0.49582	7.31%
Beta10 años - mensual	0.53602	7.51%
Beta5 años - mensual	0.59283	7.78%
Beta2 años - mensual	0.65448	8.06%
Beta5 años - diario	0.71048	8.34%
Beta5 años - semanal	0.73570	8.46%
Beta2 años - diario	0.70277	8.30%
Beta2 años - semanal	0.74991	8.52%

## Anexo 22. Valorización por múltiplos Latam promedio 2013 – 2017

Empresa	P/E	EV/EBITDA
Ambev SA (ABEV3 BZ)	26.5196	14.0067
Cia Cervecerías Unidas SA (CCU CI)	21.3649	9.9139
Media	23.9423	11.9603

### Union de Cervecerías Peruanas Backus y Johnston SAA

Datos 2017

Utilidad Neta	1,390,281
EBITDA	2,315,689

### Price / Earnings

Valor Patrimonial S/ 000	33,286,469.18
--------------------------	---------------

### EV / Ebitda

Valor de la Empresa	27,696,381
- Deuda	122
+ Caja	1,337,171
Valor Patrimonial S/ 000	29,033,430.15

## Anexo 23. Valorización por DCF

FLUJO DE CAJA (S/ MM)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos	5,231	5,444	5,667	5,880	6,101	6,330	6,568	6,814	7,070	7,336
OPEX	-2,808	-2,911	-3,018	-3,122	-3,230	-3,342	-3,458	-3,578	-3,702	-3,831
<b>EBITDA</b>	<b>2,423</b>	<b>2,533</b>	<b>2,649</b>	<b>2,757</b>	<b>2,870</b>	<b>2,988</b>	<b>3,110</b>	<b>3,236</b>	<b>3,368</b>	<b>3,505</b>
CAPEX	-228	-288	-300	-611	-323	-635	-347	-360	-374	-388
Impuesto a la renta	-642	-670	-707	-748	-783	-814	-842	-872	-906	-940
Δ Capital de trabajo	-83	43	35	30	38	43	48	48	49	52
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>1,470</b>	<b>1,618</b>	<b>1,677</b>	<b>1,429</b>	<b>1,803</b>	<b>1,582</b>	<b>1,968</b>	<b>2,052</b>	<b>2,137</b>	<b>2,229</b>

Tasa de crecimiento a perpetuidad	3.25%
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>
Valor terminal (S/ MM)	33,014
Valor Presente FCFF	<b>10,548</b>
Valor terminal actualizado	<b>12,477</b>
Cash	1,337
Deuda	122
<b>Valor Patrimonial</b>	<b>24,239</b>

## Anexo 24. Estados financieros proyectados en S/ MM

### BALANCE GENERAL - BACKUS

<b>ACTIVOS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	1,447	1,573	1,811	1,575	1,645	1,433	1,548	1,681	1,827	1,991
Cuentas por Cobrar Comerciales	282	294	306	317	329	342	354	368	382	396
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas	373	373	373	373	374	374	374	374	374	374
Otras Cuentas por Cobrar	35	37	38	40	41	43	44	46	48	50
Anticipos	11	11	11	12	12	13	13	13	14	14
Inventarios	207	217	223	229	235	244	256	267	278	289
<b>Total Activos Corrientes</b>	<b>2,355</b>	<b>2,505</b>	<b>2,763</b>	<b>2,546</b>	<b>2,636</b>	<b>2,448</b>	<b>2,589</b>	<b>2,749</b>	<b>2,922</b>	<b>3,114</b>
Otros Activos Financieros	6	6	5	4	4	3	2	2	1	0
Activos Biológicos	26	26	26	26	26	26	26	26	26	26
Propiedades de Inversión	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
Propiedades, Planta y Equipo	2,309	2,292	2,299	2,637	2,689	3,038	3,067	3,082	3,087	3,080
Activos Intangibles Distintos de la Plusvalía	168	149	131	112	93	75	56	38	19	0
Plusvalía	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
<b>Total Activos No Corrientes</b>	<b>2,873</b>	<b>2,836</b>	<b>2,824</b>	<b>3,143</b>	<b>3,175</b>	<b>3,505</b>	<b>3,515</b>	<b>3,510</b>	<b>3,496</b>	<b>3,470</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>5,228</b>	<b>5,341</b>	<b>5,586</b>	<b>5,689</b>	<b>5,812</b>	<b>5,952</b>	<b>6,104</b>	<b>6,259</b>	<b>6,418</b>	<b>6,584</b>

<b>PASIVOS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Otros Pasivos Financieros	29	29	29	21	14	15	17	18	19	21
Cuentas por Pagar Comerciales	648	679	697	712	734	763	799	833	867	903
Otras Cuentas por Pagar	693	721	750	779	808	838	870	902	936	971
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas	816	821	826	830	835	841	846	852	857	863
Ingresos Diferidos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Provisión por Beneficios a los Empleados	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Otras Provisiones	248	248	248	248	248	248	248	248	248	248
Pasivos por Impuestos a las Ganancias	208	208	208	208	208	208	208	208	208	208
Otros Pasivos no Financieros	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
<b>Total Pasivos Corrientes</b>	<b>2,654</b>	<b>2,719</b>	<b>2,772</b>	<b>2,812</b>	<b>2,862</b>	<b>2,927</b>	<b>3,000</b>	<b>3,075</b>	<b>3,150</b>	<b>3,229</b>
Otros Pasivos Financieros	65	37	148	127	112	97	80	62	43	22
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	165	165	165	165	165	165	165	165	165	165
Provisión por Beneficios a los Empleados	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Pasivos por Impuestos Diferidos	219	219	219	219	219	219	219	219	219	219
<b>Total Pasivos No Corrientes</b>	<b>480</b>	<b>452</b>	<b>563</b>	<b>542</b>	<b>528</b>	<b>512</b>	<b>496</b>	<b>478</b>	<b>458</b>	<b>438</b>
<b>Total Pasivos</b>	<b>3,135</b>	<b>3,170</b>	<b>3,335</b>	<b>3,354</b>	<b>3,389</b>	<b>3,439</b>	<b>3,496</b>	<b>3,552</b>	<b>3,608</b>	<b>3,666</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Capital Emitido	781	781	781	781	781	781	781	781	781	781
Primas de Emisión	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
Acciones de Inversión	570	570	570	570	570	570	570	570	570	570
Acciones Propias en Cartera	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Otras Reservas de Capital	244	244	244	244	244	244	244	244	244	244
Resultados Acumulados	-1,052	-1,057	-1,035	-1,013	-993	-976	-963	-948	-930	-912
Utilidad del Ejercicio	1,472	1,554	1,613	1,675	1,741	1,816	1,898	1,981	2,067	2,156
<b>Total Patrimonio</b>	<b>2,093</b>	<b>2,171</b>	<b>2,252</b>	<b>2,335</b>	<b>2,422</b>	<b>2,513</b>	<b>2,608</b>	<b>2,707</b>	<b>2,811</b>	<b>2,918</b>
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>5,228</b>	<b>5,341</b>	<b>5,586</b>	<b>5,689</b>	<b>5,812</b>	<b>5,952</b>	<b>6,104</b>	<b>6,259</b>	<b>6,418</b>	<b>6,584</b>

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>
Ingresos de Actividades Ordinarias	5,231	5,444	5,667	5,880	6,101	6,330	6,568	6,814	7,070	7,336
Costo de Ventas	-1,437	-1,506	-1,547	-1,580	-1,630	-1,693	-1,772	-1,849	-1,924	-2,005
<b>Ganancia (Pérdida) Bruta</b>	<b>3,793</b>	<b>3,938</b>	<b>4,120</b>	<b>4,300</b>	<b>4,471</b>	<b>4,637</b>	<b>4,796</b>	<b>4,966</b>	<b>5,146</b>	<b>5,332</b>
Gastos de Ventas y Distribución	-1,144	-1,142	-1,199	-1,255	-1,312	-1,372	-1,434	-1,498	-1,564	-1,632
Gastos de Administración	-528	-573	-595	-623	-636	-637	-626	-619	-616	-611
Otros Ingresos Operativos	57	57	57	57	57	57	57	57	57	57
Otros Gastos Operativos	-53	-53	-53	-53	-53	-53	-53	-53	-53	-53
Otras Ganancias (Pérdidas)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ganancia (Pérdida) Operativa</b>	<b>2,126</b>	<b>2,227</b>	<b>2,330</b>	<b>2,427</b>	<b>2,527</b>	<b>2,632</b>	<b>2,740</b>	<b>2,853</b>	<b>2,970</b>	<b>3,092</b>
Ingresos Financieros	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
Gastos Financieros	-17	-9	-15	-10	-9	-7	-6	-5	-3	-2
Diferencias de Cambio Neto	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Ganancia antes de Impuestos</b>	<b>2,114</b>	<b>2,224</b>	<b>2,320</b>	<b>2,422</b>	<b>2,524</b>	<b>2,630</b>	<b>2,740</b>	<b>2,854</b>	<b>2,973</b>	<b>3,096</b>
Gasto por Impuesto a la Ganancias	-642	-670	-707	-748	-783	-814	-842	-872	-906	-940
<b>Ganancia Neta del Ejercicio</b>	<b>1,472</b>	<b>1,554</b>	<b>1,613</b>	<b>1,675</b>	<b>1,741</b>	<b>1,816</b>	<b>1,898</b>	<b>1,981</b>	<b>2,067</b>	<b>2,156</b>

## **Nota biográfica**

### **Carlos Enrique Alvarado Bartens**

Nació en Iquitos, el 30 de abril de 1981. Bachiller en Administración y Finanzas por la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas – UPC, Egresado de la Maestría en Finanzas de la Universidad Nacional de la Amazonía Peruana. Cuenta con diplomados en Administración Gerencial y en Dirección Funcional realizados en la Universidad ESAN.

Profesional con 15 años de experiencia en Banca y Finanzas, actualmente se desempeña como Gerente de Oficina en el Banco Interamericano de Finanzas destacando en funciones como elaboración y ejecución de plan estratégico, gestión de acciones comerciales orientadas a la rentabilidad, manejo de equipos de alto rendimiento y administración eficiente de cartera de clientes.

### **Jorge Luis Alvarado Romero**

Nació en Huaraz, el 29 de abril de 1986. Ingeniero de las Telecomunicaciones por la Pontificia Universidad Católica del Perú. Cuenta con estudios ejecutivos en Marketing, Ventas y Estrategia realizadas en Centrum Graduate Business School, además de especializaciones a nivel de posgrado en Administración y Finanzas realizadas en ESAN Graduate School of Business.

Se desempeñó como Jefe de Proyecto para el sector corporativo en Telefónica del Perú en los años 2009 y 2010, para luego fundar en sociedad Tactical IT en el año 2011 y desde entonces viene laborando a tiempo completo en la empresa en diferentes cargos a través del tiempo como Gerente Comercial, Gerente de Administración y Finanzas y Gerente General.

### **Oscar Raúl Pinedo Meza**

Nació en Lima, el 24 de noviembre de 1977. Ingeniero Economista por la Universidad de Ingeniería. Magíster en Dirección de Administración y Finanzas por la escuela de negocios EOI-España. Cuenta con especializaciones complementarias en gestión integral de riesgos, mercados de valores y buen gobierno corporativo.

Ejecutivo con más de 15 años de experiencia en economía, banca y finanzas en los sectores público y privado. Ha trabajado en entidades como el BBVA Continental, la Presidencia del Consejo de Ministros y el Ministerio de Economía y Finanzas. Actualmente se desempeña como Controller Corporativo de las Instituciones Financieras pertenecientes al holding Fonafe. Es

profesor de Economía en la Universidad Lima.